

# **M&A Break fee klausuler i norsk rett**



Universitetet i Oslo  
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 539  
Leveringsfrist: 25. november 2010

Til sammen 17 909 ord

24.11.2010

# Innholdsfortegnelse

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b><u>1</u></b>
1.1	Avhandlingens tema	1
1.2	Struktur og disposisjon	3
1.3	Terminologi	4
1.4	Break fee klausuler – bakgrunn og kontekst	5
1.4.1	Overtakelsesprosessen	5
1.4.2	Transaksjonsavtalen	7
1.5	Rettskilder og metode	9
1.5.1	Norske rettskilder	9
1.5.1.1	Særlige regler for børsnoterte selskaper.	11
1.5.1.2	Corporate Governance anbefalinger og deres rettskildemessige betydning	11
1.5.2	Utenlandske kilder	13
<b><u>2</u></b>	<b><u>BREAK FEE KLAUSULER</u></b>	<b><u>16</u></b>
2.1	Klausulens rettslige karakteristika	16
2.1.1	Risikoplassering	16
2.1.2	Avtalt misligholdsbeføyelse	16
2.1.3	Kort om avtalesensur etter avtl. § 36	17
2.2	Break fee klausulens funksjoner og hvilke interesser den ivaretar	18
2.2.1	Tiltrekke bud på selskapet	18
2.2.2	”Deal protection”	19
2.2.3	”Deal lock-up”	19
2.2.4	Fragåelsesklausul	20
2.2.5	Misbruk	20
2.2.6	Samfunnsøkonomisk perspektiv	21
<b><u>3</u></b>	<b><u>BREAK FEE KLAUSULENS UTBREDELSE OG INTERNASJONALE</u></b>	
	<b><u>RETTSLIGE STILLING</u></b>	<b><u>22</u></b>

<b>3.1</b>	<b>De øvrige nordiske land</b>	<b>22</b>
<b>3.2</b>	<b>EU og Europa</b>	<b>23</b>
<b>3.3</b>	<b>USA</b>	<b>24</b>
<b>3.4</b>	<b>Storbritannia</b>	<b>25</b>
<b>3.5</b>	<b>Australia</b>	<b>27</b>
<b><u>4</u></b>	<b><u>INTRODUKSJON AV NOEN GRUNNLEGGENDE AKSJESELSKAPSRETTLIGE PRINSIPPER OG BEGREPER</u></b>	<b><u>28</u></b>
<b>4.1</b>	<b>Vinningsformålet (gevinstmaksimeringsprinsippet)</b>	<b>28</b>
<b>4.2</b>	<b>Likhetsprinsippet</b>	<b>28</b>
<b>4.3</b>	<b>Begrepet ”selskapsinteressen”</b>	<b>30</b>
<b><u>5</u></b>	<b><u>HVILKE RAMMER SETTER MYNDIGHETSMISBRUKSREGLENE FOR BRUKEN AV BREAK FEE?</u></b>	<b><u>32</u></b>
<b>5.1</b>	<b>Innledning</b>	<b>32</b>
5.1.1	Selskapsinteressen i forhold til reglene om myndighetsmisbruk	33
<b>5.2</b>	<b>Vilkårene i aksje- og allmennaksjeloven § 6-28 (1)</b>	<b>35</b>
5.2.1	Disposisjonens art	35
5.2.2	Personelle vilkår	35
5.2.3	Materielle vilkår	36
5.2.3.1	Krenkelse av likhetsprinsippet og/eller vinningsformålet	36
5.2.3.2	”egnet til...”	38
5.2.3.3	Fordelsbegrepet	39
5.2.3.4	Urimelighetsvurderingen	40
5.2.3.5	Saklighetskravet	41
5.2.4	Styrets skjønnsutøvelse	42
<b>5.3</b>	<b>Avsluttende betraktninger</b>	<b>44</b>
<b><u>6</u></b>	<b><u>KAN BREAK FEE REPRESENTERE EN ULOVLIG UTDELING FRA SELSKAPET ETTER ASL./ASAL. § 3-6?</u></b>	<b><u>45</u></b>

<b>6.1</b>	<b>Innledning</b>	<b>45</b>
<b>6.2</b>	<b>Vilkårene i aksjelovenes § 3-6 annet ledd</b>	<b>46</b>
6.2.1	Overføring fra selskapet	46
6.2.2	”... overføring av verdier”	46
6.2.3	Utdelingen må ”direkte eller indirekte” komme ”aksjeeieren til gode”.	48
<b>6.3</b>	<b>”Utdeling” ved dekning av aksjonærforpliktelse?</b>	<b>49</b>
6.3.1.1	Sondringen mellom aksjonærforpliktelser og selskapsforpliktelser	49
6.3.1.2	Er break fee’en en særfordel for de selgende aksjonærer?	51
<b>6.4</b>	<b>Break fee utbetales til aksjeeier i selskapet</b>	<b>54</b>
6.4.1	Forholdet til asl./asal. § 3-8	55
<b><u>7</u></b>	<b><u>NORSK REGULERING AV BREAK FEES</u></b>	<b><u>57</u></b>
<b>7.1</b>	<b>Behovet for regulering</b>	<b>57</b>
<b>7.2</b>	<b>Vurdering av anbefalingen i NAES</b>	<b>58</b>
<b>7.3</b>	<b>Størrelsen på break fees – de lege ferenda</b>	<b>60</b>
<b><u>8</u></b>	<b><u>LITTERATURLISTE</u></b>	<b><u>63</u></b>
<b><u>9</u></b>	<b><u>LISTER OVER TABELLER OG FIGURER M V</u></b>	<b><u>B</u></b>

# 1 Innledning

## 1.1 Avhandlingens tema

Selskapsovertakelser er et aktuelt og sammensatt fagområde, som blant annet favner over problemstillinger innen (aksje)selskapsrett, kontraktsrett, børss- og verdipapirhandelsrett, skatterett, konkurranserett og arbeidsrett. Vanligvis betegnes dette fagområdet, også i Norge, som M&A – Mergers and Acquisitions – eller: Fusjoner<sup>1</sup> og oppkjøp.

M&A er preget av stor internasjonal innflytelse, særlig angloamerikansk, og trekker i stor grad veksler på utenlandsk kontraktspraksis. Det er likevel ikke alltid uproblematisk å adoptere kontraktsklausuler som brukes i fremmede jurisdiksjoner. Både den konseptuelle forståelsen av klausulene og bakgrunnsretten kan være problematisk i denne forbindelse. Dette reiser en rekke rettslige spørsmål, i hovedsak for forholdet mellom partenes avtalefrihet og offentlige reguleringer. Flere spørsmål er uavklart i norsk rett, blant annet i forhold til konseptet ”break fee klausuler”.

En break fee klausul forplikter målselskapet til å betale en nærmere angitt sum til budgiver dersom en selskapsovertakelse av en eller flere nærmere angitt(e) årsak(er), viser seg å ikke gjennomføres som avtalt.<sup>2</sup> En break fee klausul pålegger dermed i praksis målselskapet en garantiforpliktelse i forhold til nærmere avtalte begivenheter.

Den engelske City Code on Takeovers and Mergers har, i kommentarene til regel 21.2, følgende definisjon: *“An inducement fee [break fee] is an arrangement which may be entered into between an offeror or a potential offeror and the offeree company pursuant to which a cash sum will be payable by the offeree company if certain specified events occur which have the effect of*

---

<sup>1</sup> Begrepet ”mergers” tilsvarer ikke direkte den norske legaldefinisjonen av fusjonsbegrepet i aksje- og allmennaksjelovens kapittel 13, men favner videre og inkluderer også flere former for kontantoppkjøp. Det er ikke behov for å presisere betydningen nærmere i forhold til oppgaven.

<sup>2</sup> Se blant annet Tarbert (2003), s. 638.

*preventing the offer from proceeding or causing it to fail (eg the recommendation by the offeree company board of a higher competing offer).” (min klammeparentes)*

Mye tyder på at klausulen benyttes i stadig større utstrekning mellom aktører innen M&A, men det er vanskelig å si noe sikkert om klausulens framvekst og utbredelse i Norge. Den har antakelig ikke vært i bruk i mer enn noen få år.<sup>3</sup> Informasjon om konseptets utbredelse er i stor grad utilgjengelig, fordi klausulene ofte er inntatt i konfidensielle avtaler. Det store flertall av break fees det finnes informasjon om er i tilknytning til børsnoterte selskaper, som har en særlig plikt til å holde markedet orientert om kurssensitiv informasjon.<sup>4</sup> Praktikere på området har også informert om at de ved en rekke anledninger har vært involvert i forhandlinger om slike klausuler.<sup>5</sup>

Break fee klausulen inntas i en avtale<sup>6</sup> mellom budgiver og målselskapets styre, med en intensjon om å overdra aksjonærenes eierandeler i selskapet. Denne avtalen kan by på visse problemer i forholdet mellom styret, målselskapets aksjonærer og budgiver. Et hovedspørsmål er rammene for hva styret har anledning til å avtale med budgiver.

Temaet er så å si ubehandlet i norsk juridisk teori. Oppgaven vil problematisere og drøfte enkelte problemstillinger som oppfattes som særlig aktuelle i forholdet mellom break fee klausuler og norske preseptoriske lovregler. Oppgavens fokus retter seg mot bestemmelsene i aksjelovene av 1997. Break fee klausulen kan reise spørsmål blant annet i forhold til reglene om utdelinger,<sup>7</sup> mulig myndighetsmisbruk hos personer med ledende stillinger i målselskapet,<sup>8</sup> avtaler mellom selskapet og dets nærstående,<sup>9</sup> og

---

<sup>3</sup> Den tidligste bruk jeg har funnet informasjon om er i Arris' forsøk på å overta Tandberg Television ASA, i mars 2007.

<sup>4</sup> Verdipapirhandelloven § 5-2 (1), jf. § 3-2 (1)

<sup>5</sup> Samtaler med blant andre advokatene Dag Erik Rasmussen, Are Herrem og Marius Juul Møller i Advokatfirmaet Selmer, samt Hans Olav Kvalvaag i Norsk Hydro.

<sup>6</sup> Denne avtalen behandles nærmere i punkt 1.4.2.

<sup>7</sup> Asl./asal. § 3-6

<sup>8</sup> Asl./asal. § 6-28

<sup>9</sup> Asl./asal. § 3-8

finansiell assistanse ved erverv av aksjer i selskapet.<sup>10</sup> På grunn av oppgavens format vil det imidlertid måtte gjøres et utvalg.

I oppgavens hoveddel vil jeg drøfte forholdet mellom break fees og bestemmelsene i asl./asal. § 6-28 og asl./asal. § 3-6. Myndighetsmisbruksreglene i § 6-28 er interessante fordi de oppstiller en absolutt grense for hvilke disposisjoner målselskapsstyret kan foreta, herunder hva som kan avtales, i forhold til budgiver.

En break fee som kommer til utbetaling, vil være en vederlagsfri utbetaling fra selskapet. Dette reiser flere problemstillinger i forhold til utdelingsreglene i aksjelovene § 3-6. For det første kan det tenkes at selskapet betaler break fee til budgiver, men denne egentlig skulle vært dekket av aksjonærene. Videre oppstår ytterligere spørsmål der budgiver også eier aksjer i selskapet.

## 1.2 Struktur og disposisjon

I det videre defineres noen sentrale begreper. Deretter vil jeg presentere break fee klausulen og sette den i en nærmere kontekst.

I kapittel 2 presenteres forskjellige aspekter ved break fee klausulen, herunder hvilke funksjoner og hensyn den ivaretar. Det gis en kort presentasjon av break fee klausulen i en internasjonal sammenheng i kapittel 3.

I kapittel 4 til 6 behandles break fee klausuler i forhold til aksjelovens § 6-28 og § 3-6.

I kapittel 7 vil jeg drøfte behovet for en regulering av break fees i norsk rett, sett i lys av den nylige omtalen av konseptet i *Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (NAES)*,<sup>11</sup> og hva en regulering eventuelt bør gå ut på. Denne delen vil nødvendigvis i stor grad basere seg på en drøftelse de lege ferenda.

---

<sup>10</sup> Asl./asal. § 8-10

<sup>11</sup> Den norske Corporate Governance anbefalingen, utarbeides av Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES). Jeg vil i oppgaven benytte forkortelsen NAES om anbefalingen.

### 1.3 Terminologi

Konseptet ”break fee” er kjent under flere navn, blant annet ”break-up fee”, ”termination fee”, ”kill fee” og ”inducement fee”. Begrepene er i mer eller mindre utstrakt bruk som synonymmer på denne typen klausuler. I Storbritannia synes det som om begrepet ”inducement fee” er mest brukt,<sup>12</sup> mens amerikanske aktører gjerne bruker ”termination fee”. I Norge, Sverige<sup>13</sup> og også i Australia<sup>14</sup> er begrepet ”break fee” innarbeidet.

Jeg har ikke kommet over noen alminnelig brukt og tilfredsstillende norsk oversettelse. Begrepet ”break fee” lar seg språklig (omtrentlig) oversette til ”bruddkompensasjon”. I et høringsnotat fra NUES, datert 21. juni 2010, er oversettelsen ”avbrudderstønad” inntatt i en parentes.<sup>15</sup> Det er neppe hverken nødvendig eller særlig heldig å operere med noen norsk oversettelse, fordi det må antas at den engelskspråklige terminologien er innarbeidet hos norske aktører. De fleste M&A-avtaler av noen størrelse utarbeides på engelsk. En (omtrentlig) oversettelse vil kunne være tvetydig og kan skape forvirring om hva det faktisk tales om. Det er derfor neppe formålstjenlig, annet enn i ren språklig interesse, å utvikle noen norsk terminologi på området. I det følgende holder jeg meg til terminologien *break fee*.

Med *overtakelse* og *selskapsovertakelse* vil jeg mene overtakelse av samtlige utestående aksjer i et selskap. Av plasshensyn, og for å sikre en ryddig struktur, vil jeg kun behandle problemstillingene i lys av en oppkjøpssituasjon, det vil si overtakelse av samtlige aksjer mot kontant vederlag. Det kan imidlertid tenkes at break fees vil brukes også ved andre typer avtaler om selskapsovertakelse, for eksempel ved fusjon. Her oppstår særlige spørsmål, som det ikke vil være plass til å behandle i oppgaven.

---

<sup>12</sup> Se the City Code rule 21.1.

<sup>13</sup> Se for eksempel presseartikkel 29.09.10 på [www.realtid.se](http://www.realtid.se).

<sup>14</sup> Se the Australian Takeovers Panel Guidance Note 7 punkt 9, flg.

<sup>15</sup> Høringsnotatet s. 12



Begrepet *målselskap* brukes om selskapet som er det potensielle overtakelsesobjektet. Dette selskapet omtales i praksis også som ”target” eller ”targetselskap”.

Det potensielt overtakende selskap vil jeg betegne som *budgiver*. Budgiver kan også være privatperson eller private equity-fond, men av fremstillingstekniske hensyn vil jeg gjennomgående omtale budgiver som et selskap. I verdipapirhandelloven og *NAES* brukes ordet ”tilbyder” om den som legger inn bud på selskapet. Begrepet ”tilbyder” er imidlertid tvetydig, siden det gir inntrykk av at noe tilbys og dermed også passer vel så godt på selskapet som skal selges. I bransjen brukes ofte den amerikanske betegnelsen ”bidder”.

Avtaleverket mellom målselskapets styre og budgiver, det vil si avtalen der break fee klausulen er inntatt, vil gjennomgående omtales som *transaksjonsavtalen*.

## 1.4 Break fee klausuler – bakgrunn og kontekst

### 1.4.1 Overtakelsesprosessen

Bud- og overtakelsesprosessen må i stor grad tilpasses de involverte selskapenes forhold og styres av hva som er hensiktsmessig i det konkrete tilfelle. For å gi break fee klausulen en kontekst, og for å plassere den faktisk og rettslig, er en kort og generell introduksjon av prosessen likevel hensiktsmessig.

En selskapsovertakelse starter typisk med at budgiver signaliserer overfor målselskapets styre at vedkommende ønsker å legge inn bud på aksjene i selskapet og foreslår en tilbudspris per aksje. Dersom målselskapets styre stiller seg positivt til initiativet, og prosessen fortsetter i felles forståelse mellom selskapene, tales det gjerne om et *vennligsinnet oppkjøp*. Dette i motsetning til et såkalt *fiendtlig oppkjøp*, der en oppkjøper forsøker å ta kontroll over selskapet, uten at det skjer i forståelse med målselskapets styre eller styret stiller seg negativt til oppkjøpet. Break fee klausuler vil antakelig først og fremst være aktuelt ved et vennligsinnet oppkjøp, fordi det da er etablert et samarbeid mellom målselskapets styre og budgiver.

Overtakelsestransaksjoner strekker seg gjerne over en ikke uvesentlig tidsperiode, med forhandlinger mellom målselskapets styre og budgiver. Forhandlingene dreier seg typisk om størrelsen på budet, men også om for eksempel ansattes og ledelsens vilkår ved og etter selskapsovertakelsen. Forhandlingsperioden medfører en rekke risikofaktorer. Mest fremtredende er risikoen for at forhandlingene bryter sammen fordi man ikke oppnår enighet om vilkårene for overtakelsen. Det er imidlertid også en risiko for at en tredjepart legger inn et konkurrerende bud som vil være gunstigere for aksjonærene i målselskapet. Når et bud er lagt inn på målselskapet, som har satt i gang ytterligere prosesser om overtakelse, vil dette tiltrekke andre potensielle interessenter.<sup>16</sup> Et positivt mottatt overtakelsestilbud vil sende signaler til omverdenen om at selskapet ”er til salgs”. Videre vil budgivers interesse for målselskapet kunne føre til at konkurrenter får øynene opp for de muligheter selskapet representerer og legger inn bud på selskapet. Aksjonærene vil naturligvis foretrekke det høyeste innkomne bud.

På grunn av disse risikofaktorene har markedsaktørene innarbeidet forskjellige sikkerhetsmekanismer i transaksjonsavtalene. Disse skal ivareta partenes forretningsmessige sikkerhet mens forhandlingene pågår. *Break fee klausulen* er en slik mekanisme.

Et praktisk eksempel på bruk av break fee er Yara ASAs forsøk vinteren/våren 2010 på å kjøpe alle utestående aksjer i Terra Industries Inc., for USD 41,10 pr aksje (totalt ca. USD 4,1 milliarder). I avtalen som ble inngått mellom de to selskapene var det inntatt en toveis break fee klausul. Terra Industries’ erstatningsansvar skulle utløses dersom overtakelsen ikke ble gjennomført grunnet et høyere konkurrerende bud. For Yaras del skulle ansvar (såkalt Reverse Termination Fee (RTF)<sup>17</sup>) utløses dersom Yaras generalforsamling ikke aksepterte styrets forslag om oppkjøp av Terra. Da det viste seg at aksjonærene i Terra Industries i stedet valgte å akseptere et høyere konkurrerende

---

<sup>16</sup> Tarbert (2003) s. 633

<sup>17</sup> RTF klausulene har blitt relativt populære, særlig i USA, antakelig særlig på grunn av kredittkrisen de siste årene. Klausulen gir målselskapet rett til en kompensasjon fra budgiver dersom transaksjonen feiler grunnet forhold hos budgiver (typisk at budgiver ikke får på plass finansieringen av transaksjonen). RTF ivaretar andre hensyn, og reiser andre problemstillinger enn den ”vanlige” break fee som definert innledningsvis, og vil ikke bli drøftet.

tilbud fra CF Industries (USD 47,40 pr aksje), utløste det en plikt for Terra Industries til å betale et beløp fastsatt til USD 123 millioner (på tidspunktet ca NOK 600 millioner) til Yara.<sup>18</sup> Denne overtakelsesavtalen ble regulert etter amerikansk rett, men er likevel illustrerende.

Break fees har sitt opphav i USA og er deretter introdusert til andre deler av verden. I Europa er konseptet først og fremst i utstrakt bruk i Storbritannia, men også i større eller mindre grad i andre land, herunder Norge. I relasjon til norske selskaper har klausulen, i tillegg til ved Yaras nevnte forsøk på å kjøpe Terra Industries, blitt benyttet blant annet ved Ciscos oppkjøp og avnotering av Tandberg ASA våren 2010.<sup>19</sup> Også flere andre børsselskaper har vært involvert i overtakelser som inkluderte break fee.<sup>20</sup>

#### 1.4.2 Transaksjonsavtalen

Transaksjonsavtalen er en forretningsmessig avtale som det i utgangspunktet ligger innenfor styrets kompetanse å inngå, jf. asl./asal. § 6-30, jf. § 6-12.

Transaksjonsavtalen legger plikter på målselskapets ledelse, typisk om å fortsette forhandlingene med budgiver, og å arbeide overfor aksjonærene med sikte på en endelig aksept av tilbudet.<sup>21</sup> I tillegg regulerer transaksjonsavtalen de overordnede rammer for overtakelsesprosessen, blant annet en tidsplan for gjennomføringen.

Avtalen mellom budgiver og målselskapets styre er derimot ikke en avtale om erverv av aksjene i selskapet. Styret kan ikke med bindende virkning inngå avtale med budgiver om salg av aksjene, fordi det er den enkelte aksjonær som har eiendomsretten til disse. Selve ervervet og overføringen av aksjene må aksepteres av den enkelte aksjeeier. Hvordan selve aksepten av et tilbud foregår kan være noe forskjellig. Den kan skje på generalforsamlingsmøte, men i større selskaper, med en stor og distribuert, eiermasse vil bruk av tilbudsblanketter være mer hensiktsmessig.

---

<sup>18</sup> Pressmelding fra Yara ASA, 15.02.10, s. 20, og presseklipp fra e24.no samme dag.

<sup>19</sup> Tilbudsdokument datert 07.10.09 og presseklipp fra www.cnet.com 19.04.10.

<sup>20</sup> Disse tilfellene omtales nærmere i punkt 7.3.

<sup>21</sup> Coates (2009) kap. I.C.

En vennligsinnet overtakelse kan dermed sies å bestå av to trinn: For det første; inngåelsen av en avtale mellom målselskapets ledelse og potensielt overtakende selskap, og for det andre er det nødvendig med en aksept fra aksjonærene om å selge sine eierandeler i selskapet.<sup>22</sup> Styret i selskapet bør avgi en anbefaling til aksjonærene om hvorvidt de bør akseptere budet eller ikke. Dette følger av *NAES*, anbefaling 14, avsnitt 5. For noterte selskaper er en slik anbefaling påkrevet, jf. vphl. § 6-16 (1).

Noen gjennomgående trekk i avtaleverket er eksklusivitet og konfidensialitet.

Som regel vil budgiver ønske å gjennomføre en due diligence av selskapet, altså en gjennomgang av alle juridiske og økonomiske forhold ved selskapet. En due diligence vil ofte være en betingelse for budet, og detaljene rundt undersøkelsen fastlegges som regel i transaksjonsavtalen. Undersøkelsen og eventuelle funn danner utgangspunktet for videre forhandlinger om budets størrelse.<sup>23</sup> Siden undersøkelsen innebærer at budgiver gis innsyn i målselskapet er det viktig for målselskapet å sikre sine interesser gjennom forskjellige konfidensialitetsbestemmelser/avtaler.<sup>24</sup>

For budgiver er eksklusivitet ofte et hovedpoeng. Forberedelsen og gjennomføringen av en selskapsovertakelse kan kreve store ressurser, blant annet til økonomisk og juridisk rådgivning. Eksklusivitetsavtalen binder typisk målselskapet til ikke å gå i vennligsinnede forhandlinger med andre parter i avtaletiden.

Eksklusivitetsavtalen kombineres gjerne med såkalte ”Go Shop”- og ”No Shop”-klausuler. Disse gir målselskapet henholdsvis tillatelse eller forbud mot aktivt å innhente konkurrerende bud.

En eksklusivitetsavtale vil ikke nødvendigvis hindre tredjeparter i å legge inn bud på selskapet, uten forutgående forhandlinger. I denne forbindelse kommer ofte break fee klausulen inn i bildet.

Break fee klausulen kan rette seg mot brudd på eksklusivitets- eller konfidensialitetsbetingelsene, men knyttes ofte til andre begivenheter i forbindelse med

---

<sup>22</sup> Tarbert (2003) s. 631, flg.

<sup>23</sup> For en nærmere behandling av due diligence, se Thynes i *Fusjoner og oppkjøp* (2000) s. 133, flg.

<sup>24</sup> I bransjen omtalt som NDA – Non-Disclosure Agreement.

gjennomføringen av selskapsovertakelsen. Typiske avtalte utløsningsmekanismer er dersom overtakelsen ikke gjennomføres, fordi det aksepteres et høyere konkurrerende bud på selskapet (fra en tredjepart),<sup>25</sup> et tilstrekkelig antall aksjonærer ikke aksepterer budet (men aksepterer et annet overtakelsestilbud i løpet av en angitt tidsperiode), eller fordi målselskapets styre av forskjellige grunner velger å trekke seg fra avtalen, for eksempel ved å ikke gi sin anbefaling av budgivers tilbud.<sup>26</sup>

Et eksempel på sistnevnte er break fee klausulen i Cisco/Tandberg. Klausulen hadde følgende ordlyd:

*”... the Board has undertaken only to amend or withdraw its recommendation of the Offer on certain terms and conditions and any such amendment or withdrawal may trigger an obligation for the Company to pay a break fee to the Offeror of USD 23 million.”<sup>27</sup>*

## 1.5 Rettskilder og metode

### 1.5.1 Norske rettskilder

Per dags dato finnes ingen lovgivning eller annen formell regulering som direkte omhandler break fees, og temaet har tilsynelatende ikke vært behandlet av de alminnelige domstolene. Heller ikke i juridisk teori har jeg funnet noen særskilt omtale av konseptet. Break fee klausuler har vært tema i minst en voldgiftsavgjørelse, men denne er ikke offentlig tilgjengelig.<sup>28</sup> Avgjørelsen har det derfor ikke vært mulig å vurdere.

Oppgavens overordnede problemstilling er, som nevnt, å belyse break fee klausulens stilling i norsk rett. De enkelte problemstillinger vil dermed i stor grad være spørsmål om hva partene har anledning til å avtale i forhold til bakgrunnsretten. Problemene som skal behandles er først og fremst de som oppstår i forhold til lov om aksjeselskaper og lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 44 og nr. 45. Det må antas at de fleste

---

<sup>25</sup> Se Yaras forsøk på oppkjøp av Terra Industries, pkt. 1.4.1.

<sup>26</sup> Se også Tarbert (2003) s. 639.

<sup>27</sup> Presentert av Rasmussen (juni 2010). Jeg har ikke hatt tilgang til primærkilden. Se også Tilbudsdokumentet, jf. fotnote 19.

<sup>28</sup> Saken omfattet Hjellegjerde ASA, jf. Rasmussen (juni 2010). Om break fee klausulen henvises for øvrig til selskapets prospekt av 13.10.09 punkt 11.4.

transaksjoner der det vil være aktuelt å inkludere en break fee klausul vil være av en viss størrelse og med en viss spredning av aksjonærene, noe som tilsier at de generelt større forhold i allmennaksjeselskaper må anses mer aktuelle.<sup>29</sup> Jeg vil imidlertid ikke foreta noen sonndring mellom aksjelovene i behandlingen av oppgavens problemstillinger, da de relevante bestemmelsene er identiske i de to lovene. De generelle drøftelsene vil i praksis uansett måtte tilpasses forholdene i det selskap en konkret sak måtte dreie seg om, enten dette er et AS eller ASA.

Aksje- og allmennaksjeselskapslovene har felles forarbeider.<sup>30</sup> Dessuten vil forarbeidene<sup>31</sup> til aksjeloven av 1976 være relevante, fordi 1997-lovene langt på vei bygger på den tidligere aksjeloven. Også rettspraksis og juridisk teori som behandler de relevante lovbestemmelser vil naturligvis ha betydning. I forhold til drøftelsen om styrets myndighetsmisbruk, asl./asal. § 6-28, vil argumentasjon og synspunkter i forhold den tilsvarende bestemmelse om generalforsamlingens myndighetsmisbruk i § 5-21 være relevant, fordi bestemmelsene i stor grad bygger på de samme hensyn og for øvrig har store likhetstrekk.

Problemstillinger rundt break fees kan tenkes også i forhold til andre regler av betydning ved selskapsovertakelser. Det kan oppstå skatterettslige<sup>32</sup> og konkurranserettslige<sup>33</sup> problemstillinger både i forhold til klausulen og selve transaksjonen. Også forskjellige kontraktsrettslige problemstillinger kan tenkes. Det vil ikke være plass til, eller innenfor oppgavens fokus, å behandle alle de nevnte mulige rettsspørsmål break fee klausulen reiser.

---

<sup>29</sup> Alle de eksempler jeg har funnet på break fees i Norge inkluderer børsnoterte ASA. Dette kan likevel være noe tilfeldig og informasjonstilfanget kan ha sammenheng med informasjonsplikten for børselskaper.

<sup>30</sup> De viktigste er NOU 1996:3 og Ot.prp.nr.23 (1996–1997).

<sup>31</sup> NUT 1970:1

<sup>32</sup> For eksempel hvordan en utbetalt break fee skal behandles skatterettslig hos mottaker.

<sup>33</sup> En mulig problemstilling fremgår av punkt 2.2.2. Det konkurranse- og EØS-rettslige aspektet faller imidlertid utenfor oppgaven.

#### 1.5.1.1 Særlige regler for børsnoterte selskaper.

For børsnoterte selskaper gjelder særlige regler ved selskapsovertakelser.

Verdipapirhandellovens regler om informasjonsplikt (vphl. § 5-2 flg.), krav om likebehandling (§ 5-14), og reglene om pliktig tilbud (kapittel 6), blant andre, kommer (bare) til anvendelse på selskaper som er ”opptatt til handel på norsk regulert marked”, jf. henholdsvis vphl. §§ 5-1, 5-14 (1) og 6-1 (1). Begrepet ’regulert marked’ er definert i børsloven § 3-1. I Norge vil det i hovedsak være tale om Oslo Børs og Oslo Axess.

Selskaper som er notert på Oslo Børs er pliktige til å følge børsens *Løpende forpliktelser*, jf. børsloven § 24 (1), jf. børsforskriften § 1 (3). Børsreglene pålegger selskapene en løpende informasjonsplikt,<sup>34</sup> som vil være svært relevant i forhold til selskapsovertakelser. Regelverkets punkt 7 pålegger dessuten norske noterte selskaper å etterleve *NAES*.

#### 1.5.1.2 Corporate Governance anbefalinger og deres rettskildemessige betydning

Omtale av break fees ble nylig inntatt i *NAES*, ny versjon av 21. oktober 2010.<sup>35</sup> I kommentarene til punkt 14 ”Selskapsovertakelse”, gis målselskapets styre anbefaling om hvordan de bør forholde seg til break fees.

Corporate Governance (heretter ”CG”) anbefalingen retter seg primært mot selskaper som er notert på norsk regulert marked.<sup>36</sup> Etterlevelse av anbefalingene skal skje etter et ”comply or explain”-prinsipp,<sup>37</sup> dvs. at dersom anbefalingen ikke er fulgt, skal avvik forklares i selskapets årsrapport.<sup>38</sup> Brudd på disse forpliktelsene kan imidlertid bare sanksjoneres gjennom kontraktsbruddsmekanismer. Dersom et børsnotert selskap velger å ignorere ”comply or explain”-etterlevelsen av anbefalingen, kan den ytterste

---

<sup>34</sup> *Oslo Børs’ Løpende forpliktelser*, punkt 3

<sup>35</sup> I oppgaven vil jeg henwise til denne versjonen.

<sup>36</sup> *NAES* s. 6

<sup>37</sup> *ibid.* s. 6-7

<sup>38</sup> *Oslo Børs’ Løpende forpliktelser*, punkt 7

konsekvens antakelig være suspensjon fra markedet,<sup>39</sup> fordi børsnoteringsen har bakgrunn i en kontrakt mellom Oslo Børs og selskapet. Det er derimot uklart om anbefalingene uten nærmere avtale, kan anses bindende for et selskapsstyre.<sup>40</sup> Utvalget som har laget anbefalingen er sammensatt av private interesseorganisasjoner og anbefalingen har ingen formell hjemmel i lov eller forskrift.<sup>41</sup> Det er tvilsomt om tredjemenn, for eksempel kreditorer eller aksjonærer, uten nærmere grunnlag i kontrakt kan utlede noen rett fra slike CG-anbefalinger.<sup>42</sup>

Det kan på generelt grunnlag spørres hvilken rettskildemessig betydning CG-anbefalingene bør tillegges. Anbefalingene vil kunne være hensiktsmessige også for ikke-noterte ASA og andre aksjeselskaper. Ved at markedsaktørene selv har vært med å skape anbefalingene, og også lagt premissene for etterlevelsen av dem, kan det hevdes at *NAES* danner grunnlag for en markeds- og bransjepraksis. Anbefalingen har preg av å være en slags ”best practice”, eller ”god skikk regler”. Slik praksis kan over tids bruk bli lagt til grunn som bindende for aktører på området.

Det er tvilsomt om reglene på nåværende tidspunkt kan sies å danne slikt selvstendig sedvanerettslig rettsgrunnlag på bakgrunn av bruk og kutyme.<sup>43</sup> Det må antas at anbefalingene likevel ved fast og langvarig bruk i praksis over tid kan danne et selvstendig rettsgrunnlag. I den grad reglene er fornuftige og skaper grunnlag for en god praksis, kan det, etter min oppfatning, i seg selv gi dem en viss rettskildemessig vekt, ved anvendelsen av rimelighets- og hensiktsmessighetsbetraktninger. Skal anbefalingene være bindende for selskapets ledelse utover dette, vil det være et alternativ for aksjonærene å innta aktuelle bestemmelser i selskapets vedtekter.<sup>44</sup>

---

<sup>39</sup> Se Stattin (2006) s. 110 om svensk rett.

<sup>40</sup> Utover dem som gjengir lovregler og av denne grunn vil være bindende.

<sup>41</sup> Et lovkrav om CG-redegjørelse for noterte selskaper er foreslått inntatt i regnskapsloven § 3-3b jf. Prop. 117 L (2009–2010).

<sup>42</sup> Stattin (2006) s. 110

<sup>43</sup> Slik også Stattin (2006) s. 108-109.

<sup>44</sup> Stattin (2006), Lando (2001) og Blangsted Henriksen (2001) taler for hensiktsmessigheten ved å binde styret til å etterleve Corporate Governance anbefalinger gjennom bestemmelser i vedtektene.



Anbefalingen kan få betydning som tolkningsmoment ved drøftelse av andre regler. Etterlevelsen av CG-anbefalinger vil for eksempel kunne være et moment i en eventuell vurdering av styrets uaktsomhet ved erstatningssøksmål fra selskapet og aksjonærene. Et hovedhensyn bak reglene er å forhindre interessekonflikter mellom styret og selskapet. Har styremedlemmene handlet i henhold til anbefalingen, vil det ha formodningen mot seg at de har handlet uaktsomt.<sup>45</sup> Et forsiktig og ansvarsfullt styre bør derfor, i alle tilfelle, ha et bevisst forhold til hva *NAES* anviser i aktuelle situasjoner. Styret bør i alminnelighet ha en reflektert og saklig grunn for å ignorere anbefalinger som angår relevante områder, særlig ved et tilfelle så komplisert som en selskapsovertakelse. Dette må gjelde generelt og ikke bare i børsselskapene.

Da oppgaven tar sikte på en generell fremstilling av break fee konseptet, og dessuten har et begrenset omfang, vil reglene som knytter seg spesielt til børsnoterte selskaper ikke drøftes nærmere. *NAES'* omtale av break fees drøftes nærmere under punkt 7.2.

### 1.5.2 Utenlandske kilder

Det hevdes generelt i den tradisjonelle rettskildelære at utenlandske kilder bare har begrenset gjennomslagskraft i norsk rett. Dette gjelder imidlertid ikke absolutt. Rettspolitiske ideer er i stor grad universale. Den norske rettssfære kan ikke isoleres fra internasjonale ideer og synspunkter, som også er relevante for norske forhold. Spesielt må dette gjelde der det dreier seg om forholdet til rettslige konsepter som mer eller mindre er direkte importert fra de internasjonale økonomiske og juridiske miljøer, og brukes i Norge, men ikke er nærmere regulert eller behandlet her.

Utenlandsk regulering og praksis er relevant i den grad de tilbyr generelle hensyn og innfallsvinkler som kan kaste lys over norske forhold. Dette gjelder spesielt ved spørsmål der løsningen må anses usikker etter norsk intern rett, og som løsningsforslag i drøftelser de lege ferenda. Generelt vil relevansen av de utenlandske kildene måtte avgjøres ved en konkret bedømmelse av kilden og det relevante faktiske grunnlaget.

---

<sup>45</sup> Derimot kan neppe den motsatte slutning uten videre trekkes. Det er ikke nødvendigvis utvist uaktsomhet, til tross for avvik fra anbefalingene.

For fremstillinger og synspunkter som går spesifikt på temaet break fees har det vært nødvendig å støtte seg på utenlandske kilder, der temaet er forholdsvis godt dekket. Særlig i amerikansk teori er konseptet omfattende behandlet, både rettsdogmatisk og med mer rettsøkonomiske innfallsvinkler. I amerikanske artikler finnes også statistikk som har vært nyttig for å forstå omfanget av bruken av break fees.<sup>46</sup> Det finnes også en forholdsvis rik rettspraksis rundt emnet i USA, særlig fra delstaten Delaware.<sup>47</sup> Også i Storbritannia og Australia finnes en del omtale av break fees.

De utenlandske kildene har særlig vært nyttige når det gjelder å definere konseptet og forstå hvilke begrunnelser og hensyn som ligger bak. Synspunkter hentet fra utenlandske kilder spiller en viktig rolle for generelle vurderinger av break fees i oppgaven. Derimot har de utenlandske kildene liten rettskildemessig verdi når det gjelder de konkrete drøftelser av materielle vilkår etter de norske aksjelovene. For eksempel vil amerikanske kilder ha lite å bidra med for drøftelsen av vilkårene i utdelingsbestemmelsen asl./asal. § 3-6.

For den komparative introduksjonen i kapittel 3 har jeg i stor grad benyttet det engelske ”*International Comparative Legal Guide To Mergers & Acquisitions 2010*” (ICLG), utgitt av det nettbaserte fagforlaget Global Legal Group Limited, London. Utgivelsen er en artikkelsamling, der rettstilstanden på området M&A er presentert av praktiserende advokater fra forskjellige land. Alle presentasjonene har et eget punkt om break fee. Denne delen er ment å gi et bilde av break fee klausulenes internasjonale utbredelse,

---

<sup>46</sup> Statistikk brukt i oppgaven er hentet fra Coates (2009). Jeg har ikke hatt tilgang til primærkilden (Thomson). Bruken av tallmaterialet oppsummeres slik (side 1): “*Part II summarizes data, including break fees, on large friendly control bids for non-financial targets drawn from Thomson, representing ~50% of total bid volume in the US and UK over the past 20 years.*”

<sup>47</sup> Delaware Company Law anses som særlig vellykket i amerikansk sammenheng og et stort antall selskaper stiftes i denne lille staten. Etter amerikansk prosessrett har selskapet i utgangspunktet vernetting i den stat det er stiftet, jf. Tarbert (2003) s. 643, jf. saken *Edgar v. MITE Corp.* Som følge av dette har domstolene i Delaware utviklet en spesiell kompetanse på selskapsrettens område. Domstolens anseelse gjør at avgjørelser fra Delaware Courts har betydelig rettskildemessig gjennomslagskraft også i andre delstatsdomstoler.

samt hvilke rettslige spørsmål som er særlige aktuelle i forhold til klausulen i andre land. På grunn av den nære geografiske og rettslige tilknytningen er de nordiske land særlig interessante. Videre vil USA og Storbritannia vektlegges fordi konseptet her har en viss tradisjon og det foreligger regulering og/eller andre kilder på området.

De utenlandske kildene vil få særlig betydning ved drøftelsen av behovet for en norsk regulering og hva en slik regulering bør gå ut på, under oppgavens kapittel 7.

## 2 Break fee klausuler

### 2.1 Klausulens rettslige karakteristika

I dette underkapittelet vil jeg se på hva som karakteriserer break fee klausulen som rettslig konsept. Innledningsvis er det innlysende at klausulen er et produkt av partenes avtalekompetanse. Partene er fri til å avtale det de vil (innenfor lovgitte rammer), og har stor frihet til å bestemme utformingen av klausulene. Klausulen vil som regel være et forhandlingsprodukt, og må formodes å i stor grad gjenspeile forhandlingsstyrkeforholdet mellom partene.

#### 2.1.1 Risikoplassering

Break fee klausulen er en kontraktsfestet risikoplasseringsmekanisme. Den legger ansvar for brudd i gjennomføringen av selskapsovertakelsen på målselskapet, dersom bruddet skyldes begivenheter som ligger innenfor målselskapets kontrollsfære. Nærmere bestemt; dersom bruddet skyldes forhold som målselskapets styre eller aksjonærer har rådighet over. Slik sett har den visse likheter med for eksempel kontraktsrettslige regler om risikoens overgang og andre risikoplasseringsmekanismer, for eksempel ansvarsfraskrivelser.

#### 2.1.2 Avtalt misligholdsbeføyelse

Klausulen regulerer misligholdsvirkningene for brudd på avtalen mellom målselskapet og budgiver. I kraft av partenes avtalekompetanse står de fritt til selv å avtale hvilke beføyelser som skal kunne gjøres gjeldende ved kontraktsbrudd. Break fee klausulen regulerer enkelt sagt hvem som skal betale hva til hvem i hvilke situasjoner. Den representerer en forhåndsavtalt kontraktsbruddssanksjon, der både erstatningssummen og hvilke begivenheter som skal være erstatningsbetingende er klarert mellom partene. Break fee klausulen bærer således preg av å være en form for *konvensjonalbot* (engelsk: liquidated damages).

Er de avtalte begivenheter inntrådt, etablerer typeklausulen et erstatningsansvar på objektivt grunnlag. Dersom klausulen formuleres tilstrekkelig tydelig, vil dette eliminere potensielt kompliserte erstatningsrettslige problemer. For eksempel vil forholdet til de såkalte alternativkostnader, jf. punkt 2.2.1., ellers kunne by på store vanskeligheter, både når det gjelder dokumentasjon og adekvansproblemer. Klausulen ivaretar på denne måten prosessøkonomiske hensyn.

Break fee klausulen har som nevnt likheter med en konvensjonalbot og det kan hevdes at slike klausuler avskjærer krav om naturaloppfyllelse. Partene må ved avtalen kunne sies å ha regulert rettsfølgene av kontraktsbruddet, i en slik grad at den alminnelige kontraktsrettslige retten til naturaloppfyllelse må anses å være avtalt bort. At break fee klausulen normalt anviser betaling av *et engangsbeløp*, styrker denne oppfatningen.<sup>48</sup> Dessuten er det bare målselskapsstyrets forpliktelser i forhold til budgiver som vil være kontraktsgjenstand, og det kan spørres hvor mye innhold et krav om naturaloppfyllelse vil ha i forhold til disse pliktene. Det ville virke støtende å, for eksempel, pålegge styret å oppfylle en forpliktelse om å anbefale budet, dersom det ville stride mot bedre vitende og styrets forretningsmessige overbevisning å gjøre det. Løsningen må imidlertid baseres på en konkret avtaletolkning, og det kan ikke helt utelukkes at naturaloppfyllelse vil kunne påberopes i gitte tilfelle, avhengig av klausulens innhold og utforming.

### 2.1.3 Kort om avtalesensur etter avtl. § 36

Break fee klausuler er i utgangspunktet underlagt reglene om avtalesensur. Selv om avtalelovens § 36 ikke er avskåret fra benyttelse på kommersielle avtaler, skal ”*partenes stilling*” tillegges vekt ved bedømmelsen, jf. § 36 (2).<sup>49</sup> M&A er et sterkt kommersielt livsområde, der behovet for forutsigbarhet er meget stort, og med generelt profesjonelle og ressurssterke aktører på begge sider av forhandlingsbordet. Avtalelovens § 36 vil

---

<sup>48</sup> Hagstrøm (2003) s. 653.

<sup>49</sup> Se uttalelser i Ot.prp.nr.5 (1982–1983) s. 33.

derfor generelt ha liten gjennomslagskraft.<sup>50</sup> På bakgrunn av rettspraksis,<sup>51</sup> skal det antakelig mye til før en avtale om break fees vil bli gjenstand for kontraktssensur etter avtalelovens § 36. Unntak kan likevel tenkes dersom skjevheten i styrkeforholdet mellom partene er betydelig. Manglende balanse i avtaleforholdet vil, som vi skal se, også kunne få betydning på andre måter.

## 2.2 Break fee klausulens funksjoner og hvilke interesser den ivaretar

Break fee klausulen ivaretar interesser både i forhold til partene og samfunnet for øvrig. Jeg vil her foreta en systematisk gjennomgang av disse interessene. Momentene vil være relevante ved den videre behandling av oppgavens hovedproblemstillinger.

### 2.2.1 Tiltrekke bud på selskapet

Break fee klausulens hovedsaklige formål er å tiltrekke potensielle budgivere. Klausulen tiltrekker budgivere fordi den ivaretar budgivers finansielle sikkerhet, og eliminerer dermed mye av risikoen ved transaksjonsinitiativet.<sup>52</sup> Break fee klausulen sikrer budgiver kompensasjon for kostnader i forbindelse med forberedelsen av budet, dersom transaksjonen ikke gjennomføres. Det vil være mer attraktivt for en budgiver å ta initiativ til en overtakelse når den økonomiske risikoen ved et eventuelt avslag av tilbudet eller risikoen for å tape for et høyere konkurrerende bud elimineres (eller reduseres).

Fra en økonomisk synsvinkel representerer klausulen en plassering av kostnadene ved transaksjonen.<sup>53</sup> Forhandlingene med målselskapets styre kan være både langvarige og kostbare. Dessuten vil budgiver ha såkalte *alternativkostnader* ("opportunity costs") ved at selskapet "binder" opp midler til overtakelse av målselskapet mens

---

<sup>50</sup> Hagstrøm (2003) s. 288 hevder at det skal tungtveiende grunner til for å lempe en kontrakt etter avtl. § 36, der det dreier seg om "*kommersielle kontrakter med jevnbyrdige parter*".

<sup>51</sup> Se Hagstrøm (2003) s. 288, jf. Rt. 1988 s. 295. Se også Hagstrøms referat til voldgiftsavgjørelse inntatt i ND 2001 s. 109.

<sup>52</sup> Coates (2009) kap. I.C.

<sup>53</sup> Blant andre Tarbert (2003) s. 641.

forhandlingene pågår. De må derfor avstå fra andre potensielle overtakelsesmuligheter i denne tiden.<sup>54</sup> Dersom budet viser seg å strande, vil budgiver både ha ”mistet” målselskapet og gått glipp av andre potensielt lukrative oppkjøp de isteden kunne foretatt. Alternativkostnader er ikke en reell utgift, men regnes som økonomiske kostnader og bør inngå i budgivers vurdering av kjøpstilbudet (kost/nytte-analyse). Alternativkostnader er vanskelige å fastslå sikkert, men utgjør like fullt en reell økonomisk risiko for budgiver.<sup>55</sup>

### 2.2.2 ”Deal protection”

Videre fungerer break fee klausulen som beskyttelse av avtalen (”deal protection”) mellom budgiver og målselskapet. Nyheten om et bud på målselskapet vil som regel raskt nå markedet, i alle fall dersom en av partene er børsnotert, med de informasjonsregler som da gjelder. En høy break fee vil kunne virke avskrekkende på interesserte konkurrerende kjøpere. En aksept av et konkurrerende bud vil typisk være en slik begivenhet som utløser break fee, som igjen vil forringe selskapets (netto)verdi. Den potensielle verdiforringelsen vil i seg selv redusere sjansen for at en konkurrent ønsker å betale en høyere pris enn den opprinnelige budgiver. Klausulen er derfor potensielt *konkurranseshemmende*.

### 2.2.3 ”Deal lock-up”

Break fee har også effekt av en låsemekansime (”deal lock-up”) mellom budgiver og målselskapet. Dersom målselskapet ikke kan fragå avtalen uten å måtte betale break fee, vil dette legge et press på styret og aksjonærene til faktisk å gjennomføre transaksjonen. Coates viser til at sannsynligheten for en faktisk gjennomføring av selskapsovertakelsen, øker betraktelig ved bruk av break fee klausul i transaksjonsavtalen, og dessuten at kompensasjonens størrelse har en betydelig innvirkning på gjennomføringsraten.<sup>56</sup> Som låsemekanisme er break fee klausulen med

---

<sup>54</sup> Se bl.a. Tarbert (2003) s. 632, Coates (2009) kap. I.C.

<sup>55</sup> Alternativkostnader var et av vurderingsmomentene i rimelighetsanalysen av break fee i saken *Brazen v. Bell*.

<sup>56</sup> Coates (2009), s. 21, flg.

på å skape større *forutsigbarhet* i selskapsovertakelsessituasjoner. Denne forutsigbarheten vil være ønskelig for budgiver, men også i mange tilfeller for personer på selgersiden, som ønsker at salget blir gjennomført til de foreliggende betingelser. Samtidig vil denne effekten være negativ for aksjonærer som ikke finner budet gunstig.

Det har vært hevdet at budgivere kan være villig til å gi målselskapets aksjonærer en høyere budpremie ved inkludering av break fee fordi forhandlingene er risikofrie og sannsynligheten for gjennomføring av transaksjonen høyere.<sup>57</sup>

Bates/Lemmon (2003) hevder at "*bid premiums are between 3.7 % and 6.3 % higher in deals that include target termination fees compared to deals that do not*", basert på en gjennomgang av 2735 overtakelsestilfeller (kontrollert ved 3 variable modeller).

En høyere budpremie vil i seg selv øke sannsynligheten for en aksept av budet. Slik sett er det noe sirkelargumentasjon i at det gis en høyere budpremie *fordi* sannsynligheten for gjennomføring er høyere. Argumentet må etter mitt syn bedømmes kritisk. Om den legges til grunn betyr det imidlertid at aksept av break fee klausul er egnet til å målselskapets aksjonærer en (betydelig) økonomisk fordel ved salget.

#### 2.2.4 Fragåelsesklausul

Break fee klausulen representerer også en tilsynelatende enkel og ryddig vei ut av avtalen for målselskapet. Oppgjøret ved kontraktsbrudd er avtalt. Break fee'en vil for aksjonærene representere en oversiktlig og forutsigbar "prislapp" på hva fragåelsen av avtalen vil koste selskapet. Dette kan være fordelaktig, blant annet for å sammenligne konkurrerende bud på selskapet.

#### 2.2.5 Misbruk

Break fee konseptet åpner også for mer eller mindre bevisst misbruk. Selskapets ledelse vil kunne avtale en break fee klausul for å sikre at deres prefererte bud aksepteres. Dette kan være motivert ut fra ledelsens personlige interesser, som lovnader om posisjon eller

---

<sup>57</sup> Jf. også Officer (2003) s. 452 og Coates/Subramanian (2000) s. 324-325.



økonomisk godtgjørelse i selskapet eller konsernet etter overtakelsen.<sup>58</sup> For en budgiver med stor innflytelse vil det være mulig å utta store summer av målselskapet dersom et oppkjøp konstrueres slik at sjansen er stor for at budet ikke vil aksepteres, og det avtales en break fee med slike utløsningsvilkår.

## 2.2.6 Samfunnsøkonomisk perspektiv

På den samfunns- og markedsøkonomiske side har det vært hevdet at selskapsovertakelser generelt er positivt for aksjonærene og markedets del, fordi det hevdes å medføre en riktig verdivurdering av selskapet.<sup>59</sup> Dessuten medfører oppkjøp ofte at aksjonærene gis en ”budpremie” i forhold til den kurs selskapets aksjer omsettes for på børs.<sup>60</sup> Denne premien gir en realistisk prising på hva en kontrollerende post i selskapet vurderes til. Fra et samfunnsøkonomisk perspektiv kan det hevdes at selskapsovertakelser generelt er positivt, i den grad vellykkete strategiske selskapsovertakelser fører til en samfunnsøkonomisk bedre utnyttelse av ressurser, ved at kontrollen over selskapet ligger hos den som er villig til å betale mest for den.

---

<sup>58</sup> Coates (2009) kap. I.C. Se også Bainbridge (1990) s 272, flg. som hevder at “[i]nherent in all corporate acquisitions is a potential conflict between the interests of target managers and the interests of shareholders.”

<sup>59</sup> Bergo (2008) s. 118. Coates (2009) behandler dette i en viss grad i kap. IV.B.2.

<sup>60</sup> l.c.

### 3 Break fee klausulens utbredelse og internasjonale rettslige stilling

#### 3.1 De øvrige nordiske land

I likhet med i Norge, må break fees antas å være et forholdsvis nytt konsept i de øvrige nordiske land. Jeg har ikke funnet noen kilder som illustrerer klausulens utbredelse i Norden, men break fees har vært benyttet i overtakelsesavtaler som har involvert svenske<sup>61</sup> og finske<sup>62</sup> selskaper.

Break fees er ikke regulert i den svenske selskapsovertakelsesloven,<sup>63</sup> eller annen lovgivning. Heller ikke den svenske CG-anbefalingen,<sup>64</sup> eller Stockholmsbørsens Takeover Rules,<sup>65</sup> nevner konseptet.

I Finland er visse anbefalinger angående bruken av break fees gitt i Helsinki Takeover Code. Her anbefales at målselskapets styre ”*bör ställa sig reserverad*” til å akseptere break fees. En break fee kan likevel rettferdiggjøres dersom den er en forutsetning for et tilbud, og under forutsetning av at break fee er i aksjonærenes interesse og at summen er ”*skälig*”/ ”*reasonable*”.<sup>66</sup>

Dokumentet er utarbeidet av Nämnden för företagsförvärv ved Centralhandelskammaren i Helsinki. og baserer seg på den ”*praxis som råder vid offentliga uppköpserbjudanden*”.

Anbefalingen skal fremme ”*god värdepappersmarknadssed och styra de förfaranden som skall*

---

<sup>61</sup> Se fotnote 13.

<sup>62</sup> Pressemelding 30.06.09 fra Sylvania Resources Limited. Transaksjonen involverte det finske selskapet Ruuki Group plc.

<sup>63</sup> Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

<sup>64</sup> Svensk kod för bolagsstyrning av 1. februar 2010

<sup>65</sup> Stockholm Takeover Rules (2009)

<sup>66</sup> Se anbefaling 6, med motiver. Svensk og engelsk versjon.

*iakttag vid företagsförvärv*”.<sup>67</sup> Nemnden er i lov gitt kompetanse til å gi anbefalinger og veiledende uttalelser i forbindelse med selskapsovertakelser.<sup>68</sup>

De respektive ”Takeover Rules” eksisterer parallelt med CG-anbefalingene i Sverige og Finland. Førstnevnte gir målselskapets styre, i noterte selskaper, veiledning (bare) i overtakelsessituasjoner. CG-anbefalingene har et bredere nedslagsfelt i forhold til selskapsledelse mer generelt.

Så vidt vites har hverken domstolene i Sverige eller Finland tatt stilling til break fee klausuler, og tilsynelatende er det også lite å finne i juridisk teori fra disse landene. Det må imidlertid være klart at bakgrunnsretten i våre naboland vil kunne begrense partenes anledning til bruk og utforming av break fee klausuler på tilsvarende måte som i Norge.<sup>69</sup>

Heller ikke i Danmark er bruken av break fees særskilt regulert. Uttalelser fra praktikere tyder på at break fees vil kunne stride mot et alminnelig prinsipp om at styremedlemmer ikke har anledning til å binde utøvelsen av sin fremtidige diskresjonære kompetanse, for eksempel ved å forplikte seg til å anbefale budgivers tilbud. ”[T]he clear point of departure” er derfor at break fee klausuler ikke er tilgjengelig for partene i en selskapsovertakelsesavtale.<sup>70</sup> Hvorvidt klausulen faktisk er i bruk har jeg ikke funnet noe eksempel på.

Jeg har ikke funnet noe materiale fra Island.

### 3.2 EU og Europa

EU har i direktiv 2004/25/EC (the Takeover Directive/Overtakelsesdirektivet) gitt nærmere regler rundt selskapsovertakelser og oppkjøpssituasjoner.

Overtakelsesdirektivet gir enkelte regler som kan tenkes å indirekte legge begrensinger

---

<sup>67</sup> Helsinki Takeover Code, innledningen, svensk versjon

<sup>68</sup> Jf. Finska värdepappersmarknadslagen 6 kapitlet 17 §.

<sup>69</sup> ICLG på henholdsvis s. 87 og s. 280.

<sup>70</sup> *ibid.* s. 76

på bruken av break fees, men konseptet er, så vidt jeg har funnet, ikke direkte regulert i felleseuropeisk rett. Overtakelsesdirektivet er søkt implementert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven.<sup>71</sup>

I land som Tyskland, Frankrike, Italia, Spania og Belgia, rapporteres det i 2010 at break fees ikke er vanlig ("common") praksis, men at bruken av disse klausultypene er økende. Omtalen tyder på at break fees vil være tillatt dersom den er i målselskapets interesse og ikke har den effekt at den forhindrer konkurrerende bud på selskapet.<sup>72</sup> Jeg har ikke kunnet finne noen nærmere reguleringer i disse landene, ei heller i landenes respektive CG-anbefalinger.<sup>73</sup>

### 3.3 USA

Break fees er ikke lovregulert i USA. Konseptet har hatt sin utvikling gjennom bruk i kommersielle kontrakter, og gjennom de grenser som er trukket av domstolene.<sup>74</sup> Break fees har fått mye oppmerksomhet og er utførlig analysert i den amerikanske rettslitteraturen. Det er skrevet en lang rekke artikler om emnet, både rent juridiske, men også av mer rettsøkonomisk karakter. Break fees er også omtalt i de fleste lærebøker innen M&A.<sup>75</sup>

Break fees gjorde sitt inntog i overtakelsesavtaler i USA på 1980-tallet, men utbredelsen tok tid.

Bruk av klausultypen var "*a relatively uncommon practice*" i 1989.<sup>76</sup> Det finnes imidlertid eksempler der problemstillinger tilknyttet break fees som har vært oppe i rettsystemet i Delaware fra før dette, se for eksempel *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (1986).

---

<sup>71</sup> Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 11

<sup>72</sup> ICLG, respektive lands omtale av break fee i punkt 6.

<sup>73</sup> European Corporate Governance Institute's database

<sup>74</sup> Dette er typisk for et rettssystem basert på common law, med liten grad av offentlig markedsregulering, særlig på kontraktsrettens område.

<sup>75</sup> Blant andre Carney (2009) s.184 flg., Miller (2008) s.250 og Karmel (2002) s.293 flg.

<sup>76</sup> Bates/Lemmon (2003) s. 2

Break fees “were deployed in almost 70 % of deals in 1998, although they too have gone through cycles of greater and lesser use.”<sup>77</sup> Konseptet må derfor kunne sies å være alminnelig utbredt i amerikanske overtakelsesavtaler. Det er ikke tvilsomt at break fees tillates i USA, men domstolene har ved flere anledninger ført kontroll med utformingen av klausulen og i hvilke situasjoner den kan brukes. Break fees er i amerikansk rett først og fremst utviklet gjennom rettsavgjørelser i delstaten Delaware. Domstolene har målt konseptet opp mot flere forskjellige rettslige standarder. Disse kontrollmekanismene har delvis avløst hverandre, delvis eksistert side om side. Et kjernespørsmål er styrets forhold til de såkalte *Revlon duties*,<sup>78</sup> som danner grunnlaget for en doktrine om styrets plikter ved overtakelsessituasjoner. Det er imidlertid flere innfallsvinkler også i forhold til dette.

Karmel oppsummerer klausulens stilling i USA på følgende måte: “*Break-up fees have been upheld by numerous courts, provided that the amount of such fees is reasonable. Courts uphold termination fees because they are viewed as liquidated damages or because they are permitted under the business judgement rule.*”<sup>79</sup>

I følge Coates er utgangspunktet at en break fee er tillatelig dersom den, gjennom inkludering i avtalen, gir incentiv til budgiver om å legge inn bud på selskapet, men utillatelig om den er konkurransehemmende.<sup>80</sup> Imidlertid vil de fleste klausuler kunne falle innenfor begge kategorier, og må dermed undergis en nærmere analyse.<sup>81</sup>

### 3.4 Storbritannia

I Storbritannia er break fees regulert gjennom *the City Code*, som definerer konseptet og

---

<sup>77</sup> Coates/Subramanian (2000) s. 315. Bates/Lemmon (2003) s. 3, hevder 60 % i samme år. Coates (2009) s. 17 hevder break fees ble brukt i 70,3 % av alle overtakelser i USA over USD 1 milliard i perioden 1989–2008 (basert på Thomson).

<sup>78</sup> Grunnlaget ble lagt i saken ved med samme navn. Disse pliktene var hovedproblemet blant annet i sakene *Brazen v. Bell Atlantic* og *In re Toys 'R' Us*.

<sup>79</sup> Karmel (2002) s. 293–294. “The business judgement rule” omtales nærmere i punkt 5.2.4.

<sup>80</sup> Coates (2009) kap. I.D.2.

<sup>81</sup> Modellen forklares inngående hos Tarbert (2003) s. 643, flg.

fastsetter at kompensasjonen må være *de minimis*,<sup>82</sup> med et veiledende tak på 1 % av transaksjonsverdien, beregnet på bakgrunn av overtakelsestilbudet.<sup>83</sup> The City Code er utarbeidet av the Takeover Panel, og var inntil 2006 et *soft law* instrument. Panelet er nå, med hjemmel i lov, gitt regulerende og sanksjonerende kompetanse for britiske M&A transaksjoner, slik at regelverket er bindende ved alle selskapsoverdragelser.<sup>84</sup>

Varianter av break fee klausuler har vært kjent i Storbritannia i alle fall siden 1985:

I Guinness PLCs vennligsinne overtakelsesforsøk av Distillers PLC, forhåndsaksepterte sistnevnte å dekke Guinness' kostnader i forbindelse med et bud; ”... *agree to reimburse Guinness' costs of mounting an unsuccessful bid*”.<sup>85</sup> En konkurrerende tredjepart, Argyll Group PLC, klaget klausulen inn for the Takeover Panel og krevde den kjent ugyldig. The Takeover Panel kom til at klausulen ikke stred mot the City Code.<sup>86</sup>

Break fees ble likevel visstnok ikke særlig utbredt i Storbritannia før rundt årtusenskiftet.<sup>87</sup>

Coates antyder at gjennombruddet for break fees i Storbritannia hadde sammenheng med at endringen i the City Code rule 21.2 i 1999, som inntok reguleringen av break fees, og dermed implisitt også endelig legitimerte bruken av klausulen i Storbritannia.<sup>88</sup>

---

<sup>82</sup> “*That which is regarded as so insignificant as to be unworthy of attention; a defined limit or threshold based on this. Also: the principle that trivial matters may be disregarded.*” Oxford Dictionary.

*De minimis*- doktrinen har i flere sammenhenger et eget rettslig innhold, for eksempel i konkurranseretten. Kjernen er imidlertid den samme som sitatet. Noen nærmere analyse er ikke av betydning for oppgaven.

<sup>83</sup> En nærmere beskrivelse av utregningsmodellen er gitt i the Takeover Panel Practice Statement No. 23, 2008.

<sup>84</sup> UK Companies Act 2006 Section 942, flg.

<sup>85</sup> Sitert av Tarbert (2003) s. 676.

<sup>86</sup> UK Takeover Panel Statement 1986/2 (29. januar 1986)

<sup>87</sup> Coates (2009), kap. II.D.

<sup>88</sup> Coates (2009) (s. 17) hevder videre at break fees ble brukt i 18,7 % av alle overtakelser i UK over USD 1 milliard i perioden 1989–2008 (basert på Thomson).

Særlig aktuelle spørsmål i Storbritannia er hvorvidt break fee kan utgjøre ulovlig finansiell assistanse,<sup>89</sup> samt forskjellige problemstillinger i forhold til styrets kompetanse og plikter.<sup>90</sup> Det finnes svært få eksempler på at break fees har vært oppe for britiske domstoler. Dette har antakelig sammenheng med at the Takeover Panel er gitt kompetanse til å forhåndsbedømme om partenes overenskomst er i samsvar med the City Code.<sup>91</sup>

### 3.5 Australia

The Australian Takeovers Panel er i lov gitt visse fullmakter til å utarbeide retningslinjer for selskapsovertakelser og til å kontrollere australske selskapsovertakelser.<sup>92</sup> Herunder er det gitt en ”guidance note”<sup>93</sup> om bruken av break fees. Anbefalingen gir, i likhet med britiske City Code en 1 %-norm for break fees’ størrelse.

---

<sup>89</sup> Tarbert (2003) s. 677, jf. UK Companies Act 2006 Section 677, flg.

<sup>90</sup> Tarbert (2003) s. 694

<sup>91</sup> UK Companies Act Section 945 (1)

<sup>92</sup> Australian Corporations Act Part 6.10

<sup>93</sup> the Australian Takeovers Panel Guidance Note 7 punkt 9, flg

## 4 Introduksjon av noen grunnleggende aksjeselskapsrettslige prinsipper og begreper

Aksjeselskapsretten kan sies å være tuftet på enkelte grunnleggende prinsipper – som tar sikte på å ivareta selskapets og aksjonærfellesskapets interesser, så vel som enkeltaksjonærs interesser. For å unngå unødvendig dobbeltbehandling, vil jeg her drøfte to aksjerettslige grunnprinsipper, som vil ha særlig betydning ved selskapsovertakelser og for oppgavens tema. Jeg vil også introdusere begrepet *selskapsinteressen*, som skal behandles nærmere i tilknytning til oppgavens materielle drøftelser.

### 4.1 Vinningsformålet (gevinstmaksimeringsprinsippet)

Aksjeselskapers grunnleggende formål er å gi eierne økonomisk avkastning på sin investering. Prinsippet ligger til grunn for hele aksjeselskapskonstruksjonen. At aksjeselskaper generelt har et økonomisk formål fremgår av aksjeloven § 1-1 (3) nr. 2, som sier at loven ikke gjelder for ”*selskaper som ikke har økonomisk formål*”. Videre er vinningsformålet negativt definert i asl./asal. § 2-2 (2), hvorefter det må vedtektsfestes dersom selskapet ikke har som formål å skaffe aksjonærene økonomisk utbytte. Med mindre annet er avtalt vil aksjonærene være interessert i å få mest mulig tilbake på sin investering (gevinstmaksimering). Avkastningen kan fremkomme på flere forskjellige måter. En type avkastning vil være utdeling av selskapsoverskuddet etter reglene om utbytte, asl./asal. §§ 8-1 flg., jf. § 3-6 (1). En annen måte for aksjonærene å realisere sin gevinst på, er å selge aksjene. De vil da være interessert i å få en høyest mulig pris ved salget.

### 4.2 Likhetsprinsippet

Det aksjerettslige likhetsprinsipp, eller likhetsgrunnsetningen, innebærer at alle aksjer i selskapet gir lik rett. Et eksempel på at aksjene gir lik rett, er at alle aksjer i selskapet



representerer en lik del av aksjekapitalen, og altså til selskapsformuen.<sup>94</sup>

Likhetsprinsippet er lovfestet i aksjelovenes § 4-1 (1) og har også kommet til uttrykk i verdipapirhandelloven § 5-14. I aksjelovgivningen er likhetsprinsippet formulert som at ”[a]lle aksjer gir lik rett i selskapet”. Verdipapirhandelloven pålegger på sin side alle selskaper notert på norsk regulert marked å ”likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter”.

Prinsippet kan også formuleres som at aksjeeiere i samme situasjon, med utgangspunkt i aksjeinnehavet, har lik rett.<sup>95</sup>

Likhetsprinsippet er imidlertid ikke absolutt. For eksempel kan unntak gjøres ved opprettelse av flere aksjeklasser, som det knyttes ulike rettigheter til.<sup>96</sup> Likhetsprinsippet gjelder likevel mellom aksjer innen samme klasse. Aksjeeierne kan innenfor visse rammer også samtykke i å bli forskjellsbehandlet.<sup>97</sup> Dette følger av deres alminnelige avtalekompetanse. Det kan for eksempel tenkes at man anser en kortsiktig forskjellsbehandling å være fordelaktig i det lange løp.

Videre vil saklig forskjellsbehandling kunne aksepteres. I verdipapirhandelloven fremgår det for eksempel motsetningsvis av den negative avgrensningen i § 5-14 (1) annet punktum, at det er forskjellsbehandling ”som ikke er saklig begrunnet” som er forbudt. Det samme vil gjelde etter regelen i asl./asal. § 4-1 (1).<sup>98</sup>

Likhetsgrunnsetningen forhindrer ikke at aksjene (aksjonærene) reelt sett har forskjellig innflytelse i selskapet. En majoritetsaksjonær vil, avhengig av eierandelen, kunne ha stor innflytelse over selskapet og dermed styre eller påvirke selskapet i større grad enn en småaksjonær. Majoritetens aksjer har dermed også (mulig) større reell verdi. Dette er et viktig utslag av at likhetsgrunnsetningen sier at det er aksjene som skal behandles likt, ikke aksjonærene som sådan.

---

<sup>94</sup> Asl./asal. § 3-1 (2) annet punktum.

<sup>95</sup> Andenæs (2006) s. 132, jf. Truyen (2005) s. 97, flg.

<sup>96</sup> Asl./asal. § 4-1 (1) annet punktum

<sup>97</sup> Forutsetningsvis i Ot.prp.nr.23 (1996–1997) s. 104.

<sup>98</sup> Jf. Truyen (2004) s. 317, flg.

Likhetsprinsippet oppstiller en skranke ved en rekke aspekter rundt en selskapsovertakelse. For eksempel vil prinsippet sette grenser for hva styret kan avtale med budgiver, særlig der budgiver allerede er aksjeeier i selskapet.

#### 4.3 Begrepet "selskapsinteressen"

Selskapsinteressen er et sammensatt og flertydig begrep. Begrepet er en samlebetegnelse på de interesser som gjør seg gjeldende innenfor selskapskonstruksjonen. En rekke hensyn faller inn under begrepet i dets vide betydning, blant annet aksjonærene<sup>99</sup>, ansatte, ledelsen, og selskapets kreditorer, nærmiljøet og andre samfunnshensyn.<sup>100</sup>

Det kan også spørres om selskapet, som rettssubjekt og økonomisk enhet, kan ha egne interesser, utover de nevnte selskapsinteressentenes interesser. Selskapsstrukturen videreføres selv om selskapet selges fra en aksjonærgruppe til en annen, eller til en enkeltaksjonær. Selskapet har dessuten blant annet partsevne, jf. tvisteloven § 2-1 (1) c), det kan gå til søksmål (bl.a.) mot ledelsen og aksjonærer, jf. asl./asal. § 17-1, samt eie både immaterielle og materielle aktiva. Det mest naturlige er imidlertid å anse denne "interessen" som summen av de særinteresser som er nevnt.

Det foregår, både i Norge og internasjonalt, en debatt om hvorvidt selskapet bare representerer aksjonærfellesskapets interesser, et såkalt *shareholders*-perspektiv, eller om også hensynet til *stakeholders*, dvs. arbeidstakere, kreditorer etc. er relevante under selskapsinteressen. Knudzon fremstiller de to perspektivene som rettstradisjonelt og eierstrukturelt betinget. I land med en tradisjonelt mer distribuert eiermasse (USA, UK m.fl.) er eiernes (aksjonærfellesskapets) interesser nærmest enerådende, mens andre hensyn tillegges større vekt der selskapene tradisjonelt er dominert av majoritetsaksjonærer (Kontinental-Europa, særlig Tyskland, og også Norge).<sup>101</sup> Etter min oppfatning kan dette også sies å reflektere en mer eiendomsliberal politisk grunntanke i USA, der aksjonærenes interesser, i egenskap av å være eiere av selskapet, tillegges meget stor vekt, mens sosiale og samfunnsmessige hensyn står sterkere i Europa.

---

<sup>99</sup> Både aksjonærenes felles interesser og summen av forskjellige aksjonærers særlige interesser må være omfattet.

<sup>100</sup> Jf. Truyen (2004) s. 311.

<sup>101</sup> Knudzon i *Corporate Governance i et norsk perspektiv*, s. 88, flg.

Utgangspunktet er at styret ved forvaltningen av selskapet skal ivareta selskapets interesser og ikke eventuelle særinteresser.<sup>102</sup> Dette gjelder til tross for at styrets medlemmer ofte er valgt inn av majoritetsaksjonærer, på generalforsamlingen,<sup>103</sup> eller av ansatte.<sup>104</sup> I Rt. 1996 s.742 uttaler førstvoterende at *”[s]tyremedlemmer er selskapets tillitsmenn og har et selvstendig ansvar for å handle i selskapets interesse, ikke i arbeidsgiverens.”*<sup>105</sup>

Saken gjaldt ikke direkte styrets forhold til myndighetsmisbruksreglene, men spørsmål om styrets erstatningsansvar og aksjonærenes ansvar. Et spørsmål var om en aksjonær kunne bli ansvarlig for et styremedlems påståtte uaktsomme handlinger under henvisning til at styremedlemmet var ansatt hos aksjonæren og innvalgt i styret på grunn av ansettelsesforholdet. Uttalelsen er imidlertid generelt formulert og har overføringsverdi også i forhold til spørsmålet om innholdet av selskapsinteressen. Uttalelsen støtter oppfatningen om aksjonærenes særinteresser ikke skal vektlegges ved forvaltningen av selskapet. Dette syn er dessuten i tråd med likhetsprinsippet.

Begrepet ”selskapsinteressen” vil være en sentral del av de følgende drøftelser. Begrepet har imidlertid ikke nødvendigvis samme innhold i alle sammenhenger.<sup>106</sup> Betydningen kan variere og fastleggelsen av det nærmere innholdet må ta utgangspunkt blant annet i det bakenforliggende formålet med det regelsett begrepet benyttes i forhold til.

---

<sup>102</sup> Problematisert i Holm Lie (1981) s. 38 og s. 44.

<sup>103</sup> Asl./asal. § 6-3 (1)

<sup>104</sup> Asl./asal. § 6-4

<sup>105</sup> Dommen, s. 759

<sup>106</sup> Slik også Normann Aarum (1994) s. 365.

## 5 Hvilke rammer setter myndighetsmisbruksreglene for bruken av break fee?

### 5.1 Innledning

Styret har kompetanse til å inngå avtaler på vegne av selskapet.<sup>107</sup> Denne avtalekompetansen begrenses imidlertid av preseptoriske lovregler i aksjelovene og ulovfestede kompetanseskranker. En absolutt grense for styrets avtalekompetanse er forbudet mot misbruk av posisjon i selskapet, asl./asal. § 6-28 (1). Spørsmålet i det følgende er hvilken kompetanse styret har til å inngå avtaler om break fees i forhold til denne bestemmelsen.

Forholdet til § 6-28 (2) drøftes ikke, fordi jeg forutsetter at transaksjonsavtalen ikke behandles av andre selskapsorganer.

Styrets medlemmer har som selskapets ledelse og tillitsvalgte en lojalitetsplikt overfor selskapet. Denne plikten følger direkte av at styret, ved utøvelsen av sine verv, ikke handler på egne, men på selskapets vegne. Lojalitetsplikten er ikke positivt definert i lov eller annen regulering, men ligger til grunn for flere av aksjelovenes bestemmelser, for eksempel § 6-27 og § 6-28 (Generalklausulen i § 6-28 anses i seg selv å være et uttrykk for lojalitetsplikten.<sup>108</sup>)

Ved drøftelsen av vilkårene i asl./asal. § 6-28 må det tas utgangspunkt i styremedlemmenes lojalitetsplikt overfor selskapet. Lojalitetsplikten kan oppsummeres til å handle om en plikt for styret til ”å handle ut fra det de mener er i selskapets beste interesse”.<sup>109</sup>

---

<sup>107</sup> Se punkt 1.4.2.

<sup>108</sup> Truyen (2004) s. 308, jf. Truyen (2005) kap. 3.2.

<sup>109</sup> Holm Lie (1981) s. 40. Se også Aarbakke (2004) s. 545, Andenæs (2006) s. 357, Truyen (2004) s. 308

### 5.1.1 Selskapsinteressen i forhold til reglene om myndighetsmisbruk

Aksjelovenes § 6-28 (1) bestemmer at

*”[s]tyret eller andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet, [...] ikke [må] foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.”*

At bestemmelsen her gir uttrykk for likhetsprinsippet, ved å forby (urimelig) begunstiging av noen aksjonærer på andres bekostning, er klart nok. Det kan imidlertid være noe uklart hva som menes med *”på selskapets bekostning”*.

I forarbeidene til aksjeloven 1976 § 8-14 (asl./asal. § 6-28) er det uttalt at

*”[d]et er klart nok at styret og andre som opptrer på vegne av selskapet skal søke å fremme aksjeeiernes interesser innenfor rammen av gjeldende lov og under hensyntagen til de sosiale forpliktelser selskapet har som arbeidsgiver. Ingen aksjeeier skal usaklig diskrimineres og ingen tredjemannsinteresser skal utilbørlig fremmes til skade for aksjeeiernes felles interesser.”*<sup>110</sup>

Forarbeidene fremhever *aksjonærenes felles interesser* som det sentrale hensyn. Imidlertid nevnes også at styret skal utøve sine verv *”under hensyntagen”* til *”sosiale forpliktelser”*. Det kan stilles spørsmål om det kan være aktuelt å vektlegge også andre hensyn enn aksjonærfellesskapets i drøftelsen av asl./asal. § 6-28.

Etter Tryens syn kan det ikke oppstilles noe egentlig skille mellom selskapets interesser og aksjonærfellesskapets interesser i relasjon til reglene om myndighetsmisbruk. Tryen tar til orde for at det utelukkende er likhetsprinsippet og aksjonærenes vinningsformål som er beskyttet av reglene, til tross for at selskapsinteressen *”i vid forstand”* også omfatter en rekke andre hensyn.<sup>111</sup> Arbeidstakere, kreditorer og andre samfunnsinteresser, som vil kunne falle inn under en

---

<sup>110</sup> NUT 1970 s. 123

<sup>111</sup> Tryen (2004) s. 311, jf. Tryen (2005) s. 179-193

videre forståelse av *selskapsinteressen*, er dermed ikke beskyttet av § 6-28. Fordi reglene om myndighetsmisbruk først og fremst tar sikte på vern av aksjeminoriteten, hevdes det at disse øvrige interessene, i denne sammenheng, er, og bør være, ivaretatt av andre rettsregler.<sup>112</sup>

Andenæs, på sin side, åpner for at det er ”... rom for berettiget ivaretagelse av andre interesser, herunder hensynet til aksjeeierne, ansatte eller allmennheten” selv om regelen i § 6-28 (1) viser at ”ledelsen primært skal fremme selskapets interesse” (mine understrekninger).<sup>113</sup> Det kan synes som også Andenæs her trekker et skille mellom selskapets interesse og de såkalte *stakeholders*’ interesser, men slik at begge likevel er relevante i drøftelsen.

Jamfør uttalelsen fra forarbeidene foran må, etter min oppfatning, § 6-28 tolkes slik at det ikke er utelukket å ivareta andre interesser. Uttalelsene hevder eksplisitt at ”*sosiale forpliktelser selskapet har som arbeidsgiver*” kan hensyntas.<sup>114</sup> Det er antakelig anledning til å vektlegge andre hensyn, jf. forarbeidene, men slik at ”*ingen tredjemannsinteresser[...] utilbørlig [skal] fremmes til skade for aksjeeiernes felles interesser.*”

Truyen poengterer at det er i forhold til reglene om myndighetsmisbruk at aksjonærinteressene er enerådende,<sup>115</sup> ergo implisitt at perspektivet kan være et annet i forhold til andre regler.

Det antas at Truyen ikke mener å avskrive hensyntagen til de øvrige interesser i selskapet på et prinsipielt plan, men at det bare er aksjonærer som kan påberope seg myndighetsmisbruksreglene til beskyttelse mot styrets disposisjoner. Jeg er enig i at de øvrige interesser stiller i annen rekke bak hensynet til aksjonærfellesskapet, og aksjonærinteressene vil derfor være utgangspunktet for drøftelsen etter § 6-28. Det primære formål med aksjeselskapet er som tidligere nevnt vinningsformålet. De øvrige hensyn blir da hensyn som kan ivaretas, men

---

<sup>112</sup> *ibid.* s. 179, flg.

<sup>113</sup> Andenæs (2006) s. 358

<sup>114</sup> I samme retning Holm Lie (1981) s. 48.

<sup>115</sup> Truyen (2004) s. 311, jf. Truyen (2005) s. 193

likevel ikke slik at det skjer til fortrengsel for vinningsformålet.

Jeg vil i det følgende ta utgangspunkt i at drøftelsen, i forhold til myndighetsmisbruksreglene, baserer seg på *selskapsinteressen* representert ved likhetsprinsippet og aksjonærfellesskapets vinningsformål.

## 5.2 Vilkårene i aksje- og allmennaksjeloven § 6-28 (1)

Spørsmålet er altså om styrets aksept av en break fee klausul i transaksjonsavtalen er en disposisjon som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning, jf. § 6-28 (1).

### 5.2.1 Disposisjonens art

Formuleringen ”foreta noe” i § 6-28 (1) er generell. Bestemmelsen gjelder alle slags disposisjoner. Inngåelse av en avtale om break fee faller inn under ordlyden.

Det følger av lovforarbeidene<sup>116</sup>, og er bred enighet i rettsteorien, om at uttrykket ”må ikke” i § 6-28 (1), og det motsvarende uttrykk ”skal ikke” i asal. § 5-21, skal leses som ”[må] ikke uten samtykke fra samtlige berørte aksjonærer...”<sup>117</sup> Det vil si at de som berøres av en ulovlig disposisjon likevel kan godkjenne den. Man er da utenfor reglene i § 6-28 (1). Ved slik aksept vil man, uansett uttalelsene i forarbeidene, være utenfor bestemmelsen fordi det ikke foreligger en krenkelse av de beskyttede interesser.

### 5.2.2 Personelle vilkår

Pliktsubjektet etter bestemmelsen er styret eller andre som representerer selskapet utad. Ved inngåelsen av transaksjonsavtalen vil det fortrinnsvis være styret som representerer selskapet. Fremstillingen tar sikte på styret.

---

<sup>116</sup> Ot.prp.nr.23 (1996–1997) s. 104

<sup>117</sup> Se Andenæs (2006) s. 319, med videre henvisninger.

Formuleringen ”*visse aksjeeiere eller andre ...*” viser at regelen gjelder generelt med hensyn til den begunstigede. Spesielt må det påpekes at styrets medlemmer vil inngå i personkretsen. Formuleringen tyder likevel på at dersom *samtlig*e aksjonærer tilgodeses, vil det ikke foreligge myndighetsmisbruk. Noe slikt vil heller ikke være skjedd på andre aksjonærers bekostning, jf. § 6-28 (1). Det kan imidlertid spørres om det kan skje en begunstiging av samtlig e aksjonærer på selskapets bekostning. Dette spørsmålet forutsetter at selskapsinteressen, i forhold til myndighetsmisbruksreglene, også omfatter andre interesser enn aksjonærfellesskapet. Det vil likevel være naturlig å anta som utgangspunkt at et slikt forhold vil bli fanget opp av andre bestemmelser i loven, for eksempel reglene om utbytte, og at myndighetsmisbruksreglene derfor ikke bør anvendes i et slikt tilfelle.

### 5.2.3 Materielle vilkår

#### 5.2.3.1 Krenkelse av likhetsprinsippet og/eller vinningsformålet

Etter ordlyden i § 6-28 (1) er det disposisjoner som urimelig tilgodeser noen aksjonærer eller andre ”*på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning*” som er ulovlige.

En begunstiging av visse aksjonærer på bekostning av andre vil umiddelbart synes å stride mot likhetsprinsippet. Skjer begunstigelsen til fordel for utenforstående vil aksjonærenes vinningsformål kunne være krenket. Det vises for øvrig til drøftelsen av begrepet selskapsinteressen over.<sup>118</sup>

Den selskapsrettslige likhetsgrunnsetningen vil bare være krenket om noen aksjonærer eller utenforstående får en urimelig fordel på andre aksjonærers vegne. Ved break fees vil tilfellet være særlig aktuelt dersom budgiver selv er aksjonær. Da vil én aksjonær ha fått en potensiell fordel, som andre aksjonærer ikke har fått. Dersom alle aksjonærer stilles i samme situasjon vil likhetsprinsippet ikke være krenket, selv om alle aksjonærene behandles like ”dårlig”. Slik negativ likebehandling må eventuelt

---

<sup>118</sup> Punkt 5.1.1.



avhjelpes gjennom andre mekanismer i aksjelovene.<sup>119</sup> I et slikt tilfelle må man vurdere om aksjonærenes vinningsformål er blitt krenket.

Likebehandlingsprinsippet gir imidlertid ikke noe absolutt forbud mot at selskapet inngår avtaler med motparter som også eier aksjer i selskapet.<sup>120</sup> Loven forutsetter at dette kan skje, men at balansen mellom selskapet (aksjonærfellesskapet) og aksjeeier da ivaretas av andre regler enn myndighetsmisbruksreglene.<sup>121</sup> Paragraf 6-28 (1) får først betydning der den potensielle forskjellsbehandlingen er urimelig ved at en/noen aksjonær(er) får en potensielt *urimelig* fordel og denne oppstår *på bekostning* av andre aksjonærer.

Selskapets primære formål er å generere maksimalt overskudd, som skal tilfalle aksjonærene. Gevinst ved salg av selskapet er i tråd med aksjonærenes vinningsformål. Dersom aksjonærene er villige til å selge sine aksjer er det formodentlig fordi de ser seg bedre tjent med et salg enn med å fortsette som eiere i selskapet. Normalt (men ikke alltid) vil et oppkjøp av hele selskapet gi aksjonærene en budpremie ved at budet gir mer enn de ville kunne selge sine isolerte andeler for på markedet (børs).<sup>122</sup>

En break fee kan imidlertid tenkes å krenke dette formålet på flere måter. For det første kan break fee klausulen, dersom den er satt for høyt, tenkes å forhindre potensielle konkurrerende bud på selskapet, som ville gitt aksjonærene større gevinst. For det annet vil den, dersom den kommer til utbetaling, påføre selskapet et rent nettotap i det korte løp. Det vil jo være en utbetaling fra selskapet uten noen motytelse.

Det har vært hevdet at vinningsformålet må vurderes i et langtidsperspektiv.<sup>123</sup> Aksjonærer kommer og går, med varierende engasjement og tidsperspektiv. En disposisjon som vil påføre selskapet et tap er ikke i strid med vinningsformålet dersom

---

<sup>119</sup> For eksempel kan generalforsamlingen bytte ut styret, jf. § 6-3. Styret kan også stilles til erstatningsansvar for ”skade” de har påført aksjonærer i denne egenskap, jf. § 17-1.

<sup>120</sup> Også Aarbakke (2004) s. 546.

<sup>121</sup> For eksempel § 3-8 om avtaler mellom selskapet og nærstående, herunder aksjeeiere.

<sup>122</sup> Se punkt 2.2.6.

<sup>123</sup> Truyen (2004) s. 310.

den er ledd i en langsiktig strategi som er egnet til å medføre gevinstmaksimering.<sup>124</sup> Det er aksjonærfellesskapets langsiktige interesser som omfattes av vinningsformålet og dermed er beskyttet av § 6-28 (1). Hvordan dette stiller seg i forhold til break fees og selskapsovertakelser er noe uklart. Ved en selskapsovertakelse vil hele aksjonærfellesskapet byttes ut med nye eiere. Antakelig må man se hen til aksjonærfellesskapet som består på tidspunktet for avtalen om break fee. Det er disse § 6-28 (1) tar sikte på å beskytte mot ledelsens myndighetsmisbruk. Hvorvidt selskapet i det lange løp vil tjene på en overtakelse må, etter min oppfatning, være mindre relevant, i forhold til reglene om myndighetsmisbruk, dersom disposisjonen påfører det eksisterende aksjonærfellesskap en urimelig ulempe.

Dersom break fee klausulen er egnet til å tiltrekke potensielle budgivere på selskapet, og ikke settes så høyt at den virker avskrekkende på potensielle konkurrenter, vil den neppe kunne sies å være i strid med vinningsformålet. Snarere tvert imot vil break fee på et riktig nivå kunne ha en rekke positive følger for aksjonærenes vinning, jf. punkt 2.2.1. og 2.2.2.

Spørsmålet om hva som er et riktig nivå for break fees skal drøftes nærmere under punkt 7.3.

#### 5.2.3.2 "egnet til..."

Asal. § 6-28 (1) setter som vilkår at disposisjonen er *egnet til* å medføre en *urimelig fordel* på rettighetssubjektenes bekostning. Det er altså ikke noe vilkår at klausulen faktisk representerer en urimelig fordel. Hvorvidt noe er egnet til å fremkalle et resultat peker på at vi har med et potensielt utfall å gjøre. Etter sin ordlyd tyder formuleringen heller ikke på at resultatet trenger være sannsynlig eller nærliggende. Det er nok at det aktuelle resultat objektivt sett er en potensiell mulighet. Dersom break fee klausulen (eller inngåelsen av denne) er egnet til å gi budgiver en urimelig fordel på bekostning av selskapet eller andre aksjonærer, representerer den altså en potensiell overskridelse av myndighetsmisbruksreglene i asal. § 6-28 (1).

---

<sup>124</sup> l.c.

### 5.2.3.3 Fordelsbegrepet

For at det kan sies å foreligge en fordel må det, etter en naturlig forståelse av ordet, være snakk om et gode som har oppstått på mottakers hånd. Dessuten er ethvert gode omfattet. I selskapsrettslig sammenheng er det mest nærliggende å tenke seg at en fordel vil være av økonomisk art,<sup>125</sup> men ordlyden medfører isolert sett ingen slik begrensning.

Fordelsbegrepet er ikke behandlet i forarbeidene til aksjelovgivningen. Begrepet er imidlertid problematisert i rettsteorien. Truyen hevder, i tråd i med den naturlige ordlydsforståelsen, at ”[f]ordelsbegrepet omfatter ethvert gode. Dette gjelder både økonomiske og organisatoriske rettigheter.”<sup>126</sup>

Også andre goder kan tenkes. Dersom tredjemenn som følge av disposisjonen oppnår en fordelaktig forhandlingsposisjon, ”the upper hand”, betydelige pressmidler mv., i forhold rettighetssubjektene, vil dette også være innenfor ordlyden. En slik forståelse vil ikke begrense bestemmelsen i forhold til fordelsbegrepet og medfører et mer helhetlig myndighetsmisbruksvern.

En break fee vil for budgiver fremstå som en garantiforpliktelse fra målselskapets side. Om utbetalingen representerer en ren kostnadsdekning eller en form for gevinst for budgiver vil avhenge av dens utforming og størrelse i det konkrete tilfelle. Selv dersom den ikke anses konkurransehemmende gir klausulen budgiver anledning til å innlate seg på økonomisk risikofrie forhandlinger og forberedelser med det mål å overta selskapet. Det er i det hele tatt vanskelig å forestille seg en break fee klausul som ikke innebærer en fordel for budgiver. Om break fee'en ikke medførte noen fordel ville det være liten grunn for en budgiver til å kreve klausulen inntatt i avtalen.

---

<sup>125</sup> Slik også Aarbakke (2004) s. 402.

<sup>126</sup> Truyen (2005) s. 208, med henvisning til gjennomgang av rettspraksis i Aarbakke (2004), s. 402-404.

#### 5.2.3.4 Urimelighetsvurderingen

Dersom break fee klausulen er egnet til å krenke likhetsprinsippet og/eller aksjonærenes vinningsformål, må det spørres om denne fordelingen er ”*urimelig*”, jf. § 6-28 (1). Det er bare urimelige fordeler som rammes av myndighetsmisbruksreglene.

Urimelighetsbegrepet er en rettslig standard, eller avveiningsnorm, og må vurderes konkret på bakgrunn av selskapets forhold og den aktuelle disposisjon.

Utgangspunktet for urimelighetsvurderingen må tas i myndighetsmisbruksbestemmelsens formål og funksjon.<sup>127</sup> Som nevnt vil formålet primært være å beskytte selskapsminoriteten (likhetsprinsippet) og aksjonærfellesskapet (vinningsformålet) mot ledelsens misbruk av sine posisjoner. For urimelighetsvurderingen oppstiller Truyen en argumentasjonsmodell basert på en ”*inngrepsterskel*” i kombinasjon med et ”*saklighetskrav*”.<sup>128</sup> Jeg vil ta utgangspunkt i denne modellen for vurderingen.

Inngrepsterskelen er et uttrykk for ledelsens handlingsrom. Poenget med en slik inngrepsterskel er å gi styret en skjønnsmargin for utøvelsen av deres diskresjonære kompetanse.<sup>129</sup> Innenfor denne terskelen har ledelsen anledning til å bryte med vinningsformålet og likhetsprinsippet uten at det innebærer myndighetsmisbruk.

Det ligger i misbruksbegrepet, jf. blant annet overskriften til § 6-28 (*”Misbruk av posisjon i selskapet mv”*), at det må dreie seg om klanderverdige forhold, eller et ”*kvalifisert avvik fra en idealnorm før inngrepsterskelen er oversittet*”.<sup>130</sup> Idealnomen peker på hvordan en tilstand burde være, eller i denne sammenheng; hvordan avtalen burde være, med utgangspunkt i ledelsens plikt til å handle i selskapets beste interesser. En break fee må kunne forsvares dersom den fremmer disse interessene. Dette vil være tilfelle dersom den er egnet til å tiltrekke tilbud på selskapet, dersom den medfører

---

<sup>127</sup> Jf. Truyen (2004) s. 315

<sup>128</sup> *ibid.* s. 315, flg.

<sup>129</sup> *ibid.* s. 316

<sup>130</sup> Truyen (2004) s. 317, jf. Truyen (2005) s. 296-297, jf. Rt. 1999 s. 330

større sannsynlighet for gjennomførelsen av gunstige tilbud og ikke forhindrer konkurrerende tilbud. Dersom klausulen forhindrer konkurrerende tilbud, fremmer ledelsens eller andres personlige interesser til skade for selskapet mv. vil dette medføre et brudd med idealnormen. Ved vurderingen av om inngrepsterskelen er overtrådt må man ”se på graden av interessefellesskap mellom aksjemajoriteten og de som tilgodeses ved beslutningen.”<sup>131</sup>

Skjønnsmarginen er også relativ. Den må vurderes på bakgrunn av den kontekst den er utøvet i, hvilke interesser som er krenket og graden av krenkelse. En for snever skjønnsmargin medfører en lite effektiv forvaltning av selskapet. Uten et tilstrekkelig handlingsrom vil styret være handlingslammet i en rekke situasjoner. Videre kan et lite handlingsrom føre til en lang rekke konflikter, selv der styret mener å handle i selskapets interesser. Både effektivitetsbetraktninger og prosessøkonomiske hensyn tilsier en relativt bred skjønnsmargin. Imidlertid tilsier reglenes funksjon som minoritetsbeskyttelse at terskelen ikke settes for høyt.<sup>132</sup> Feilvurderinger ved forretningsmessige avveininger må gis et særlig stort skjønnsrom, selv om disse skulle krenke vinningsformålet.<sup>133</sup> Dersom styrets disposisjon er grunnet på en forretningsmessig avveining som er egnet til å gi aksjonærene vinning, bør den etter min oppfatning ikke bedømmes strengt selv om den skulle vise seg å ha det motsatte resultat.

#### 5.2.3.5 Saklighetskravet

Saklighetsvilkåret gir styret et ytterligere handlingsrom, også der inngrepsterskelen isolert sett er overtrådt.<sup>134</sup> En disposisjon basert på ”et saklig og forsvarlig grunnlag som er i selskapets og aksjeeiernes interesse” vil ikke være urimelig.<sup>135</sup> Er

---

<sup>131</sup> Truyen (2004) s. 317

<sup>132</sup> Jf. Truyen (2005) s. 294

<sup>133</sup> Også Truyen (2004) s. 317

<sup>134</sup> l.c.

<sup>135</sup> Aarbakke (2004) s. 546, jf. Ot.prp.nr19 (1974–1975) s. 111-112, jf. også Truyen (2004) s. 315.

inngrepsterskelen først overtrådt, åpner saklighetsvilkåret imidlertid ikke for å tilgodese ”*tredjemannsinteresser på bekostning av kravet til gevinstmaksimering.*”<sup>136</sup>

#### 5.2.4 Styrets skjønnsutøvelse

Fordi forholdene rundt overtakelsen vil variere fra tilfelle til tilfelle og fra selskap til selskap, er det vanskelig å fastslå generelt hva som vil være i selskapets (aksjonærfellesskapets) beste interesser i forhold til break fee klausuler. Dette vil det i stor utstrekning være opp til ledelsen selv å vurdere. Det må antas at styret er nærmest til å foreta disse vurderingene, fordi det er selskapets styre som fatter beslutningen (om å inngå avtalen). Styret må også presumeres å ha best tilgang på informasjon om selskapets forretningsmessige og strategiske forhold. Det sees her bort fra eventuelle instruksjoner fra generalforsamlingen.

Styret bør gis en vid skjønnsmargin når det gjelder å vurdere hensiktsmessigheten av sine handlinger ved forvaltningen av selskapet. Dette har likheter med det amerikanske prinsipp om *the business judgement rule*.

Prinsippet går ut på at domstolene generelt vil vise tilbakeholdenhet med å overprøve forretningsmessige disposisjoners hensiktsmessighet, fordi det presumeres at styret er nærmere enn domstolene til å foreta disse vurderingene og avgjøre hva som best vil gagne selskapet.<sup>137</sup>

I amerikansk rett er prinsippet formulert som at ”[t]he business judgment rule is a presumption that directors are acting independently, in good faith and with due care in making a business decision.”<sup>138</sup>

Domstolene er imidlertid ikke avskåret fra å prøve styrets disposisjoner rettslig. Den viktigste prøvelsen fra domstolenes side vil være hvorvidt disposisjonen ligger innenfor de absolutte rammer av styrets kompetanse, nemlig reglene om myndighetsmisbruk. Dersom styret anser en disposisjon, for eksempel inngåelsen av avtale om en break fee, som hensiktsmessig for å fremme aksjonærenes vinningsformål, og den er saklig begrunnet, skal det antakelig mye til for at den forretningsmessige begrunnelsen skulle

---

<sup>136</sup> Truyen (2004) s. 318

<sup>137</sup> Ibid. s. 315. Se også, i forhold til dansk/skandinavisk rett, Lando (2001) på s. 78.

<sup>138</sup> *Brazen v. Bell*, på s. 49

bli underkjent av domstolene. Den vil da ikke representere et myndighetsmisbruk.

Generelt må utenforliggende hensyn ikke i noe tilfelle tillegges avgjørende vekt ved vurderingen av en break fee klausuls hensiktsmessighet. Om slike hensyn tillegges betydning vil klausulen nettopp ikke være hensiktsmessig. Noen situasjoner skiller seg særlig ut:

Break fee'en vil for det første ikke være hverken hensiktsmessig eller saklig begrunnet dersom den i realiteten er et forsøk på å omgå reglene om kapitalbeskyttelse. Et slikt omgåelsesforsøk vil være særlig illojalt overfor aksjonærfellesskapet så vel som selskapets kreditorer og kan utelukkende av disse grunner sies å være urimelig. Et slikt forsøk vil som regel også kreve styrets medvirkning, og medvirkning til illojal tapping av selskapet vil på prinsipielt og generelt grunnlag representere misbruk av myndighet i selskapet.

Det vil åpenbart heller ikke være et saklig hensyn dersom styremedlemmene benytter klausulen (for eksempel ved å avtale en prohibitiv høy sum) til å sikre at det bud de foretrekker av personlige grunner aksepteres. Ledelsens personlige interesser vil alltid være irrelevante ved vurderingen av selskapets forretningsmessige transaksjoner. Dersom det foreligger en interessekonflikt mellom styrets medlemmer og selskapets interesser må styrets individuelle preferanser holdes utenfor vurderingen. Dette poengteres, og tas sikte på å unngås, blant annet ved aksjelovens inhabilitetsregler, asl./asal. § 6-27.

Det kan være problematisk om styret gjennom klausulen har ”bundet seg” til å anbefale budgivers bud overfor aksjonærene og brudd på denne forpliktelsen utløser break fee. Styret bør ta standpunkt til hva som er selskapets beste i hvert konkrete tilfelle og på det aktuelle beslutningstidspunkt. I Danmark har lignende synspunkter vært hevdet å utgjøre en skranke ved adgangen til å avtale break fees.<sup>139</sup> Problemene oppstår dersom det kommer inn et høyere konkurrerende bud. Styret vil etter lojalitetsplikten være forpliktet til å anbefale det høyere budet, såfremt det er mer fordelaktig for

---

<sup>139</sup> Se punkt 3.1.

aksjonærene, men vil da også utløse break fee til skade for selskapet.

### 5.3 Avsluttende betraktninger

Inkluderingen av en break fee i avtalen representerer ikke i seg selv et brudd på myndighetsmisbruksreglene. Dersom break fee klausulen er akseptert med en saklig og forsvarlig begrunnelse og den ivaretar selskapets og aksjonærenes interesser, vil den normalt være innenfor de rammer som tillates etter § 6-28 (1).

Bestemmelsen setter imidlertid grenser for utformingen og innholdet av klausulen. En break fee klausul må ikke være egnet til å gi en aksjonær en urimelig fordel på bekostning av de øvrige aksjonærene. Den må heller ikke tilgodese tredjemannsinteresser slik at de får en urimelig fordel på bekostning av aksjonærfellesskapet.

Break fee'ens størrelse vil være et viktig moment i vurderingen. Dersom den er svært høy kan det økonomiske tapet, ved utløsning av klausulen, være urimelig. Dessuten vil en break fee med et innhold, som i praksis ikke gir aksjonærene noe annet valg enn å akseptere budet være en potensielt urimelig fordel. For eksempel dersom et bud betinges<sup>140</sup> av at en viss andel av aksjonærene aksepterer, kombinert med en svært høy break fee om denne grensen ikke nås. Styrets avtale vil da i realiteten medføre en avhendelse av aksjene. Videre vil det være av stor betydning at styret ikke har lagt til grunn utenforliggende hensyn ved aksepten av break fee.

Den fordel som budgiver får må ses opp mot de fordeler klausulen medfører for målselskapet, altså graden av interessefellesskap i å inkludere en break fee klausul. Dersom en break fee klausul bare potensielt vil gi en relativt beskjeden fordel for budgiver, sett i forhold til fordelene den har for målselskapet, bør den etter min oppfatning ikke anses å stride mot asl./asal. § 6-28.

---

<sup>140</sup> Bud på noterte selskapet kan imidlertid ikke gjøres betinget, jf. vphl. § 6-10 (3).



## **6 Kan break fee representere en ulovlig utdeling fra selskapet etter asl./asal. § 3-6?**

### **6.1 Innledning**

En break fee er, dersom den kommer til utbetaling, en vederlagsfri utbetaling av midler fra selskapet. Det kan derfor spørres om den representerer en (ulovlig) utdeling fra selskapet, jf. asl./asal. § 3-6.

Aksjelovenes paragraf 3-6 første ledd bestemmer at utdelinger fra selskapet bare kan skje etter reglene om kapitalnedsettelse, fusjon/fisjon av selskaper, tilbakebetaling etter oppløsning av selskapet eller utbytte. Ved betaling av break fee vil ingen av de øvrige alternativene i § 3-6 (1) være relevante, og dermed er det reglene om utbytte som må vurderes.<sup>141</sup>

Paragraf 3-6 annet ledd definerer begrepet ”utdeling” som ”*enhver overføring av verdier som direkte eller indirekte kommer aksjeeieren til gode.*” Dersom utbetalingen av break fee representerer en ”utdeling” etter definisjonen i § 3-6 (2), vil den være i strid med loven, med mindre utbetalingen er behandlet av generalforsamlingen og besluttet i samsvar med de materielle begrensningene i asl./asal. kap. 8. Som nevnt i punkt 1.4.2. er transaksjonsavtalen en avtale som det i utgangspunktet ligger innenfor styrets kompetanseområde å inngå. I alminnelighet vil det ikke være praktisk at generalforsamlingen innkalles for å godkjenne slike avtaler, i alle fall ikke i selskaper med en spredt eierstruktur. Det forutsettes i det følgende at avtalen med break fee klausul ikke har vært behandlet av generalforsamlingen.

Betalingen til budgiver kan representere en utdeling ved at selskapet betaler break fee'en, mens forpliktelsen egentlig skulle vært dekket av de selgende aksjonærene. Det

---

<sup>141</sup> Se Aarbakke (2004) s. 191 og Andenæs (2006) s. 434. Dette fulgte tidligere direkte av ordlyden i asl. 1976 § 12-4.

kan da stilles spørsmål om dekningen av break fee representerer en *utdeling* fra selskapet som *indirekte* kommer aksjonærene til gode, jf. asal § 3-6 første jf. annet ledd.

Ytterligere spørsmål oppstår der den *direkte* mottakeren (budgiver) allerede er aksjonær i selskapet. Dette vil nok ikke så sjelden være tilfelle; enten budgiver eier en større eller mindre aksjepost. De særlige problemene knyttet til at den eventuelle mottakeren av break fee er aksjonær i selskapet, er en forlengelse av det grunnleggende spørsmålet om styrets kompetanse til å pådra selskapet denne forpliktelse. Jeg behandler først vilkårene i § 3-6 (2) på generelt grunnlag i forhold til break fees, og deretter behandles de to innfallsvinklene hver for seg.

## 6.2 Vilkårene i aksjelovenes § 3-6 annet ledd

Paragraf 3-6 (2) oppstiller tre vilkår: For det første må det være skjedd en ”*overføring av verdier*”. For det andre må overføringen være skjedd fra selskapet, og for det tredje må denne ”*direkte eller indirekte*” ha kommet ”*aksjeeieren til gode*”.

### 6.2.1 Overføring fra selskapet

Vilkåret om at overføringen må skje fra selskapet vil normalt være oppfylt.

Målselskapet foretar utbetalingen, da det er selskapet som er forpliktet etter kontrakten med budgiveren *inter partes*. Annerledes kan det være dersom en konkurrerende budgiver påtar seg å dekke break fee utbetalingen som en del av budet på målselskapet. Man legger altså inn et konkurrerende bud på selskapet og betaler i tillegg break fee til opprinnelig budgiver for å få kontroll over målselskapet.<sup>142</sup> Denne situasjonen skal ikke forfølges videre. Det vil ikke medføre en utbetaling fra selskapet.

### 6.2.2 ”... *overføring av verdier*”

Bestemmelsen dekker, etter sin ordlyd, *alle typer* overføringer av verdier fra selskapet. Dersom break fee klausulen utløses og kommer til utbetaling, vil dette være en ensidig

---

<sup>142</sup> Dette var tilfelle i Yara/Terra, hvor CF Industries betalte break fee til Yara, i tillegg til å overgå Yaras bud.

utbetaling av penger fra selskapet. I utgangspunktet faller dette inn under en naturlig forståelse av ordlyden. Det må imidlertid spørres om denne svært vide språklige forståelsen uten videre kan legges til grunn.

Begrepet ”utdeling” er presisert i forarbeidene til aksje- og allmennaksjeloven §§ 3-6.<sup>143</sup> Det henvises til omtalen av den tilsvarende bestemmelse i aksjeloven av 1976 § 12-4.<sup>144</sup>

Uttalelsene peker på, at det bare er utbetalinger til aksjeeier *i egenskap av* å være aksjeeier som rammes av bestemmelsen. ”[V]ederlag eller erstatning” som vedkommende mottar i egenskap av å være selskapets (forretningsmessige) avtalemotpart faller derimot ikke inn under bestemmelsen.<sup>145</sup> Forarbeidene presiserer imidlertid at ”*vederlag som utbetales for tjenester*” som er ”*så urealistiske at det kan foreligge en omgåelse*” av utdelingsreglene i loven, altså et skjult eller maskert utbytte, vil omfattes av reglene. Selv om forarbeidene konkret taler om tjenesteverderlag, er det naturlig å anta at omgåelsesbetraktningen er relevant også i en bredere sammenheng. Om det er et slikt misforhold mellom ytelsene at selskapets ytelse i realiteten må sies å representere en ensidig verdioverføring, er det aktuelt å anse dette som en utdeling fra selskapet.

I dommen inntatt i Rt. 1995 s. 1026 behandler Høyesterett utdelingsreglene etter aksjeloven 1976 § 12-4 og forståelsen av denne.<sup>146</sup> Bestemmelsen hadde overskriften ”*utbetaling på aksjer*”, noe som av uvisse grunner ikke ble videreført ved de nye aksjelovene. Selv om ordlyden er noe forandret i nåværende aksjelovgivning, var det neppe meningen å foreta noen realitetsendring på dette punkt. Dommen har derfor fortsatt relevans for aksjelovgivningen av 1997.<sup>147</sup>

Bakgrunnen for saken var at selskapet hadde inngått en leieavtale på gunstige vilkår med datteren til selskapets hovedaksjonær, som selv også eide én aksje i selskapet.

---

<sup>143</sup> NOU 1996:3 s. 102

<sup>144</sup> NUT 1970 s. 173

<sup>145</sup> Se også Aarbakke (2004) s. 195, Andenæs (2006) s. 437.

<sup>146</sup> Dommen, s. 1033 og 1034

<sup>147</sup> Ot.prp.nr.23 (1996–1997) s. 135, jf. også Andenæs (2006) s. 435.

Høyesterett uttalte at det måtte foreligge en ”*utbetaling på aksjer*” for at utbyttesyndspunktet skulle kunne gjøres gjeldende. I dette lå at det må være en sammenheng mellom aksjebesittelsen og ytelsen fra selskapet. Videre uttaler førstvoterende at der det ikke er en ”*rimelig balanse*” mellom selskapets ytelse og motytelsen som utveksles, ”*må det stilles strenge krav til sannsynliggjøring av at det ikke er sammenheng mellom aksjebesittelsen og ytelsen. Men dersom manglende sammenheng godtgjøres, må det være avgjørende.*” I denne saken ble det ansett godtgjort at leieavtalen ikke hadde sammenheng med aksjeinnehavet.

Det generelle utgangspunkt etter Rt. 1995 s. 1026 er altså at utbetalingen må ha en tilstrekkelig nær sammenheng med aksjeinnehavet, for å falle inn under bestemmelsen i asl./asal. § 3-6. Dersom slik sammenheng mangler vil utbyttesyndspunktet ikke kunne gjøres gjeldende. Utbetaling av godtgjørelse til et styremedlem, som også er aksjonær, vil for eksempel ikke være en ”utdeling” etter § 3-6, forutsatt at denne er innenfor vanlige rammer. Den vil ikke ha sammenheng med aksjeinnehavet, men med vervet som medlem av styret. Hvorvidt det foreligger tilstrekkelig sammenheng vil isolert sett bero på en konkret vurdering. Generelt vil en break fee ikke ha preg av sammenheng med aksjeinnehavet dersom en utenforstående ville fått en break fee i samme situasjon til de samme betingelser.

#### 6.2.3 Utdelingen må ”*direkte eller indirekte*” komme ”*aksjeeieren til gode*”.

At utdelingen må komme aksjeeieren direkte eller indirekte til gode tilsier at ytelsen fra selskapet må ha en verdi for mottakeren. Dette vil være en konkret vurdering av om den eventuelle utdelingen *de facto* kommer aksjeeieren til gode. Selve overføringen trenger ikke å skje direkte til aksjonæren. Inngangskriteriet er bare at den medfører en fordel for vedkommende. Det kan altså være tale om overføring til tredjeparter, for eksempel aksjonærens nærstående, som på en eller annen måte tjener aksjonæren(e).<sup>148</sup> Det kan heller ikke utelukkes at bestemmelsen omfatter overføringer selv om ”aksjeeieren” ikke

---

<sup>148</sup> Rt. 2000 s. 2033, på s. 2038, Aarbakke (2004) s. 194 og Andenæs (2006) s. 438.

lenger eier aksjer i selskapet.<sup>149</sup> Altså kan man stå overfor et utdelingstilfelle også dersom break fee utbetalingen skjer etter at selskapet er overdratt til nye eiere.

Med disse generelle utgangspunkter vil jeg behandle de to nevnte problemstillingene hver for seg, i henholdsvis punkt 6.3 og 6.4.

### 6.3 "Utdeling" ved dekning av aksjonærforpliktelse?

Paragraf 3-6 omfatter tilfeller der selskapet dekker en forpliktelse som påhviler aksjonærene.<sup>150</sup> Spørsmålet er om selskapets betaling av break fee representerer en utdeling fra selskapet som indirekte kommer (de andre) aksjonærene i selskapet til gode.

En break fee er en kostnad som pådras i forbindelse med salg og med det formål å selge aksjene i selskapet, altså en transaksjonskostnad. Break fees er således sammenlignbar med for eksempel rådgivningskostnader og andre kostnader som direkte eller indirekte medfører eller letter et salg av selskapet, eller bidrar til at aksjonærene får en høyere pris for sine aksjer. Det kan imidlertid stilles spørsmål ved hvem som egentlig skal bære denne kostnaden; selskapet eller aksjonærene.

Dersom selskapet faktisk dekker en aksjonærforpliktelse, vil vilkårene om at det er skjedd en verdioverføring fra selskapet til fordel for aksjonærene være oppfylt. Det grunnleggende problem er da skillet som må trekkes mellom selskapets egne utgifter og utgifter som i realiteten påligger aksjonærene, eller sagt på en annen måte; en vurdering av om utgiften er pådratt i selskapets interesse eller aksjonærenes (sær)interesse.

#### 6.3.1.1 Sondringen mellom aksjonærforpliktelser og selskapsforpliktelser

Spørsmålet om selskapets dekning av transaksjonskostnader ble satt på spissen i saken inntatt i Rt. 2000 s. 2033. Meglerhuset Sundal Collier & Co AS var engasjert av

---

<sup>149</sup> Andenæs (2006) s. 438, jf. Rt. 2000 s. 2033, på s. 2038

<sup>150</sup> Rt. 2000 s. 2033, på s. 2038, Aarbakke (2004) s. 195-196, Andenæs (2006), s. 438

daværende Santech ASA for å skaffe en kjøper av selskapet, som var i en anstrengt økonomisk situasjon. Etter hvert kom et kjøp i stand og Sundal Collier sendte krav på sitt tilgodehavende til Santech. Selskapet nektet å betale honoraret og anførte at transaksjonskostnaden, i form av utgifter til finansiell rådgivning, i realiteten utgjorde et ulovlig utbytte til aksjonærene etter aksjeloven av 1976 § 12-4.

Høyesterett tok opp spørsmålet om hvor grensen skulle trekkes mellom utgifter som påløp selskapet og utgifter som i realiteten skulle påligge aksjonærene. Førstvoterende uttalte at ”... *utbyttesynspunktet må forbeholdes [til] der rådgivningen må sees som en klar særfordel for de selgende aksjeeierne.*”<sup>151</sup> Utgiftene til rådgivning ble ikke ansett å representere en utdeling fra selskapet til aksjonærene fordi ”... *[d]et sentrale formålet var det mer langsiktige å videreføre selskapsinteressen*”. Retten kunne da ikke se ”... *holdepunkter for at det her [var] tale om en særfordel for de selgende aksjeeierne.*”<sup>152</sup>

Det blir etter dette avgjørende, for om utgiften utgjør en aksjonærforpliktelse og dermed faller inn under § 3-6 (2), at transaksjonskostnaden (break fee) og grunnlaget for denne ”*må sees som en klar særfordel for de selgende aksjeeierne*”. En naturlig forståelse av uttrykket er at det er en mangel på interessefellesskap mellom selskapets interesser og de selgende aksjonærers særinteresser, og at break fee’en klart ivaretar sistnevnte. Vurderingen av om break fee’en representerer en slik klar særfordel for aksjonærene vil bero på en konkret avveining. Et grunnleggende spørsmål blir da hva som ligger i henholdsvis aksjonærinteressen og selskapsinteressen.

Interessen til de selgende aksjonærene kan, i en overtakelsessituasjon, kort sammenfattes som aksjonærenes interesse i å få størst mulig gevinst på sin investering i selskapet, altså vinningsformålet sammenholdt med gevinstmaksimeringsprinsippet.

I forhold til denne drøftelsen vil selskapsinteressen være mer omfattende enn ved minoritetsbeskyttelsesbestemmelsen i asl./asal. § 6-28. Paragraf 3-6 har først og fremst som formål å beskytte selskapskapitalen, blant annet til fordel for selskapets kreditorer.

---

<sup>151</sup> Dommen, s. 2039

<sup>152</sup> l.c.

Også hensynet til selskapets ansatte og ledelse bør tillegges vekt. Disse har interesse i selskapets langsiktige eksistens fordi det sikrer betaling av selskapets gjeld, utbetaling av lønn og arbeidsplasser mv.

I Santech-saken ble det i lagmannsretten, som Høyesterett sluttet seg til, uttalt at:

*”Det er ubestridt at [rådgivningen] har kommet de gamle aksjonærene i Santech til gode ved at den bidro til at de oppnådde en bedre pris for sine aksjer. Men samtidig ble selskapet reddet, [...], til glede for kreditorene og de ansatte. Det var selskapet som hadde engasjert Sundal Collier til å gi råd om løsning av selskapets finansielle problemer, enten på den ene eller den annen måte. [...] Selv om de som da sto bak selskapet, også hadde en interesse i hva de kunne få for sine aksjer, er det fullt legitimt at man prøver å vareta interessene til selskapet som sådant i å overleve og fortsette som juridisk person, helst under så gode forhold som mulig. Det må for dette formål kunne pådra seg utgifter.”*(mine understrekninger).<sup>153</sup>

Det er naturlig å tolke den selskapsinteressen Høyesterett her tar opp som summen av selskapsinteressentenes felles interesser, sett bort fra de selgende aksjonærers særinteresser.

#### 6.3.1.2 Er break fee'en en særfordel for de selgende aksjonærer?

Selskapsinteressen er som regel langt på vei sammenfallende med aksjonærenes interesser. I selskapsovertakelser kan imidlertid interessene være motstridende. Dette gjelder spesielt der de selgende aksjonærene har mulighet til å tjene penger på å selge selskapet, men selskapet som en følge av dette blir skadelidende. De eksisterende aksjonærer er på vei ut av selskapet og ønsker en størst mulig gevinst på vei ut, ubekymret over selskapets fremtid.

Et bud på selskapet som er gunstig nok til å vekke interessen for salg, er i aksjonærenes

---

<sup>153</sup> l.c.

interesse. En break fee vil tiltrekke bud på selskapet. Den kan også øke sannsynligheten for at et tilbud realiseres i en overtakelse.

Dersom det kommer inn et konkurrerende bud, som foretrekkes av aksjonærene, vil break fee komme til utbetaling, samtidig som aksjonærene (presumptivt) oppnår en høyere pris for aksjene. Dette medfører et rent tap for selskapet, men en fordel for aksjonærene.

På den annen side kan også selskapet (de øvrige selskapsinteressentene) for øvrig ha interesser i et eierskifte. Det kan godt være at både selskap og eiere er best tjent med å gå hver sin vei, og la nye eiere få kontroll over selskapet, mot en kompensasjon aksjonærene finner gunstig. Lagmannsrettens uttalelse i Santech-saken illustrerer at utgifter som er pådratt for å selge selskapet godt kan gagne både aksjonærene og selskapsinteressene. Det er neppe tale om noen *klar særfordel* dersom dette alternativet alt i alt også fremstår som et godt alternativ sett fra selskapets side.

Det må i alminnelighet antas at det er styret i målselskapet som er best egnet til å vurdere hva som vil være best for selskapet som sådan og til å ivareta selskapets interesser i et bredere perspektiv.

Det vil være særlig nærliggende å si at break fee'en er en særfordel for aksjonærene dersom overtakelsesprosessen er initiert av aksjonærer i et ellers levedyktig selskap og disse har opprettet kontakt med en potensiell kjøper, som igjen har betinget tilbudet med at målselskapet i avtalt tilfelle dekker forhandlings- og overtakelseskostnadene i form av en break fee.

Incentivet til overtakelsestilbudet (en break fee) vil fremstå som viktigere for selskapsinteressene for øvrig i et økonomisk hardt presset selskap, der en videreføring av selskapet avhenger av nye eiere, enn der selskapet lever i beste velgående. Det kan imidlertid neppe kreves at en overtakelse er nødvendig for selskapets overlevelse.<sup>154</sup>

---

<sup>154</sup> At en overtakelse er helt nødvendig vil imidlertid gjøre det lettere å akseptere at break fee pådras selskapet, dersom denne bidrar til overtakelsen, jf. over.



Selskapets ansatte og ledelse vil formodentlig være bedre tjent med å arbeide under motiverte og langsiktige eiere, enn eiere som, på det aktuelle tidspunkt, primært er inne i selskapet for å gjøre kortsiktig profitt. For selskapets kreditorer vil det være en fordel å få inn en sterk eier som kan garantere for selskapets videre drift og utvikling. Dette taler for at selskapet kan ha interesse i en break fee, som tiltrekker bud på selskapet.

Det kan også spørres om selskapet kan ha særlige interesser i forhold til sine nåværende aksjonærer ved en selskapsovertakelse. Det kan for eksempel være at selskapet, ved overtakelsen, får tilgang på distribusjons- og forsyningskanaler, nye markeder og nye forretningskontakter mv., som de ikke ville fått under det nåværende eierskap. Dette vil ikke være interesser de deler med de nåværende aksjonærer. Slik sett kan også et selskap med en ellers god drift og økonomi tenkes å ha vel så stor interesse i et eierskifte som de selgende aksjonærer. Det kan muligens stilles spørsmål om dette i det hele tatt er relevante momenter i drøftelsen. Indirekte vil jo disse interessene være sammenfallende med interessene til de som i neste omgang eier selskapet, altså selskapets fremtidige aksjonærer, og om hensynet til disse først er relevant i forhold til selskapsinteressen fra og med overtakelsestidspunktet. Imidlertid skiller ikke dette spørsmålet seg særlig fra det å vektlegge selskapets interesse i overlevelse, jf. Rt. 2000 s. 2033. Jeg tolker uttalelsen i dommen som at det å søke et eierskifte, ikke bare for å sikre selskapets overlevelse, men også for å fortsette selskapet under *”så gode forhold som mulig”*, er en relevant selskapsinteresse, som kan tillegges vekt ved avveiningen.

Sondringen mellom selskapets og aksjonærenes interesser er komplisert og vanskelig, og for strenge krav til vurderingen vil kunne medføre et passivt og lite effektivt styre i overtakelsessituasjoner. Nyansene mellom de forskjellige interesser kan være små og det vil virke prosesskapende om man stiller svært strenge krav til styrets begrunnelse.

Etter min oppfatning må det være adgang til å pådra selskapet utgifter for det formål å videreføre selskapsinteressen(e), selv om også aksjonærene har interesse av salget. En break fee på et rimelig nivå vil i alle fall neppe komme i strid med selskapets interesser. Så lenge den ikke ensidig fremmer aksjonærenes særinteresser (på en måte som er til skade for selskapet for øvrig) bør det godtas at selskapet pådras en fornuftig

og rimelig break fee i forbindelse med overtakelsen. Det kan da neppe tales om noen særfordel for aksjonærene. Langt mindre noen ”klar særfordel”, jf. Rt. 2000 s. 2033.

I tilfelle hvor transaksjonskostnadene ikke kan sies å representere en slik særfordel vil det, etter Høyesteretts uttalelser i saken, heller ikke være aktuelt å gjøre utbyttesynspunktet gjeldende. Vi er da utenfor tolkningen av asl./asal. § 3-6 (2).

#### 6.4 Break fee utbetales til aksjeeier i selskapet

Selv om break fee ikke anses som en *indirekte* utdeling til aksjonærene, vil det kunne representere en *direkte* utdeling dersom budgiveren, og således mottakeren av utbetalingen, er aksjonær i selskapet.

Utgangspunktet er at budgiver eier aksjer i selskapet, men på grunnlag av transaksjonsavtalen er budgiver også selskapets kontraktsmotpart. En utbetaling av penger fra selskapet direkte til aksjonæren, vil i utgangspunktet være en utbetaling fra selskapet som kommer aksjonæren til gode. Imidlertid er dette ikke nødvendigvis en ”utdeling” som faller inn under § 3-6 (2). Det er bare utbetalinger man mottar *i egenskap av* å være aksjeeier som omfattes av utdelingsreglene. Utbetalinger som er vederlag eller erstatning til aksjonæren som avtalemotpart faller derimot utenfor. Spørsmålet er om det foreligger en tilstrekkelig sammenheng mellom aksjeinnehavet og utbetalingen fra selskapet, jf. punkt 6.2.2. og Rt. 1995 s. 1026.

En break fee vil være en erstatningsutbetaling etter kontraktsbrudd fra selskapets side. Både kontraktselementet og erstatningselementet tilsier at dette i utgangspunktet bærer lite preg av å ha sammenheng med budgivers aksjeinnehav. At budgiver eier aksjer i selskapet fra før, kan sees på som mer eller mindre tilfeldig, selv om dette etter forholdene også kan ha strategiske grunner. Den potensielle overtakeren kunne likevel i teorien vært hvem som helst og overtakelsessituasjonen vil ellers være lik enten budgiver eier aksjer fra før eller ei. Det synes vilkårlig om utbetaling på klausulen anses som en ulovlig utdeling fra selskapet av den grunn at budgiver også eide andre aksjer i målselskapet på tidspunktet, dersom situasjonen ville vært den samme om vedkommende ikke eide aksjer. Utbetalingen er således utenfor de rammer som

oppstilles i forarbeidene, og dermed utenfor utdelingsbegrepet i § 3-6 (2).

Dette utgangspunktet forutsetter imidlertid at disposisjonen ellers er forretningmessig begrunnet fra selskapets side og at budgiver ikke får bedre betingelser fordi han er aksjonær enn det en utenforstående ville fått. Er avtalen inngått på særlige gunstige vilkår, vil den i større grad bære preg av å ha sammenheng med aksjeinnehavet. Det kan tenkes konkrete omstendigheter som rokker ved dette utgangspunktet:

Situasjonen vil være annerledes dersom break fee'en er (svært) høy slik at det er en betydelig uforholdsmessighet i kontraktsforholdet. Man vil da kunne bevege seg på grensen mot slike urealistiske ytelser som det tales om i forarbeidene, noe som heller i retning av å anse hele eller deler av selskapets ytelse som et skjult utbytte.

Utgangspunktet er at break fee (bare) skal eliminere den økonomiske risiko ved budet, ved å dekke budgivers kostnader.

Annerledes vil saken også stille seg i tilfeller som ellers bærer preg av å innebære en skjult utdeling fra selskapet (omgåelsesbetraktning). Dersom situasjonen reelt sett innebærer en tapping av selskapet, uten noe egentlig siktemål om overtakelse av aksjene, vil det igjen kunne trekkes paralleller til slike urealistiske ytelser som er nevnt i forarbeidene. Det skjer en ensidig overføring fra selskapet som ikke egentlig har noen reell forretningsmessig bakgrunn.

Dersom man kommer til at utbetalingen etter en konkret vurdering dreier seg om en ren omgåelse av reglene om utdelinger, vil man, med støtte i forarbeidene kunne komme til at dette er i strid med loven. Omgåelseseksemplet vil ha nær sammenheng med forholdet til reglene om myndighetsmisbruk, jf. punkt 5.2.4.

#### 6.4.1 Forholdet til asl./asal. § 3-8

Det kan problematiseres om en break fee avtale som inngås med en aksjonær kan stride mot begrensningen i selskapets adgang til å inngå avtaler med selskapets nærstående etter asl./asal. § 3-8. Bestemmelsen setter begrensninger ved at selskapet ikke kan inngå avtaler med aksjeeiere, uten at avtalen godkjennes av generalforsamlingen, der

selskapets ytelse overgår en viss andel<sup>155</sup> av aksjekapitalen. Til dette er det imidlertid enkelte unntak i § 3-8 (1) nr. 1 til 4. Uansett er det her viktig å skille mellom avtalen mellom målselskapet og budgiver og budgivers formelt sett individuelle avtaler med aksjonærene om erverv av selve aksjen. Selskapets ytelse vil etter en avtale med break fee klausul nettopp være break fee'en. Selve overdragelsen av aksjene skjer imidlertid mellom budgiver og den enkelte aksjonær. Spørsmålet om break fee kan tenkes å bryte med begrensningen i § 3-8, vil i stor grad avhenge av den konkrete klausulens utforming og andre konkrete forhold. På denne bakgrunn, og også fordi det innenfor oppgavens begrensede format vil måtte gjøres et utvalg av problemstillinger som skal behandles, har jeg valgt å ikke behandle forholdet til § 3-8 nærmere. Jeg vil derfor nøye meg med her å fastslå at § 3-8 kan tenkes å sette øvre rammer for styrets avtalekompetanse i tilfellet break fee, og eventuelt størrelsen på break fee.

---

<sup>155</sup> AS: 10% / ASA: 5 %

## 7 Norsk regulering av break fees

### 7.1 Behovet for regulering

De vurderinger som må og bør gjøres i forkant av aksepten av en break fee er kompliserte og baserer seg på en rekke usikkerhetsmomenter. Ideelt sett bør styret ha forholdsvis enkle og tydelige retningslinjer å støtte seg på i situasjoner der de må ta stilling til om de skal akseptere en avtale om break fee. Hensynet til forutberegnelighet og mulighetene til å bedømme sin egen (eller selskapets) rettsstilling tilsier et behov for normer, i forhold til bruken av break fees. Hensynet til en konsistent og fornuftig praksis på området taler også for en regulering.

Det er nylig gitt visse anbefalinger angående break fees i *NAES*. Anbefalingens punkt 14 gir målselskapets styre veiledning ved utøvelsen av sine verv ved selskapsovertakelsessituasjoner. Som redegjort for i rettskildekapitlet er Corporate Governance reglene et soft law instrument,<sup>156</sup> som i utgangspunktet ikke er rettslig bindende for styret. Etter mitt syn er likevel *NAES* velegnet for regulering av et slikt skjønnspreget emne.

Det kan være grunn til å tro at preseptorisk regulering av break fees lett kan føre til lavere effektivitet i overtakelsessituasjoner. Ulike typer kontraktsklausuler er tradisjonelt dårlig egnet for regulering i formell lov. Forhandlinger og utforming av kontrakter vil normalt være individuelt preget og ved lovregulering vil det være vanskelig å ta høyde for alle mulige situasjoner og utvikling av praksis. Antakelig vil formell lovregulering ha vanskelig for å dekke det fulle spekter av mulige praktiske variasjoner som break fee klausuler gir. Dessuten ville det representere et relativt stort inngrep i det frie marked å lovregulere partenenes avtalefrihet i en slik grad. Utgangspunktet bør i størst mulig grad være kontraktsfrihet innenfor lovbestemte rammer, som først og fremst skal ivareta interessene til utenforstående tredjemenn. Som

---

<sup>156</sup> Se punkt 1.5.1.2.

oppgaven har belyst setter lovbestemmelser allerede enkelte rammer for bruken av break fee klausuler.

I NAES punkt 14, tredje avsnitt anbefales det at styret ikke uten særlige grunner skal søke å forhindre eller vanskeliggjøre at noen setter frem et bud på selskapets virksomhet eller aksjer. I kommentarene er det utdypet at

*”[s]tyret bør være varsom med å pådra selskapet forpliktelser som kan vanskeliggjøre eller hindre konkurrerende bud. Slike forpliktelser, herunder knyttet til eksklusivitet (”no-shop”) og økonomisk kompensasjon dersom tilbudet ikke gjennomføres (”break fee”) bør være åpenbart begrunnet i selskapets og aksjeeiernes felles interesse. Økonomisk kompensasjon til tilbyder dersom tilbudet ikke gjennomføres bør i utgangspunktet være begrenset til en kompensasjon for de kostnader tilbyder har ved fremsettelsen av tilbudet.”*

Den veiledende ordlyd som er brukt i anbefalingen gir styret et visst spillerom i forhold til individuelle og konkrete forretningsmessige hensiktsmessighetsskjønn. Aksjelovene setter absolutte rammer for utøvelsen av dette skjønnet.

Anbefalingens ikke-bindende karakter er imidlertid også en svakhet. Dette kan være en hindring for reguleringens mottakelse i markedet. I andre jurisdiksjoner, som Storbritannia og Finland, har såkalte ”takeover rules” hjemmel i lov, og dermed tilnærmet forskrifts rang. Dette gir anbefalingene der en større grad av autoritet. For de norske reglenes del kan det være uklart om ”comply or explain”-prinsippet gir selskapsledelsen oppfordring nok til å internalisere disse normene. En videre drøftelse av hensiktsmessigheten av å lov- eller forskriftsfeste krav til etterlevelse av CG-anbefalingene faller utenfor rammene av oppgaven.

For å gi anbefalingene større gjennomslagskraft kan generalforsamlingen pålegge styret å etterkomme NAES, eller lignende anbefalinger, gjennom bestemmelser i vedtektene.

## 7.2 Vurdering av anbefalingen i NAES

Jeg vil i det følgende vurdere NAES’ anbefalinger om break fees på bakgrunn av deres innhold.

Anbefalingen påpeker at klausulen ikke bør være konkurransehemmende. En konkurransehemmende klausul vil kunne stride mot aksjonærenes vinningsformål, og dessuten forhindre samfunnsøkonomisk effektivitet og ressursutnyttelse, ved at selskapet ikke nødvendigvis overtas av den som er villig til å betale mest for det.

Anbefalingen tar videre sikte på å unngå konflikter mellom selskapets interesser og aksjonærenes (sær)interesser. Break fee klausulen må være ”åpenbart begrunnet” i deres felles interesser. Som oppgaven har vist vil forholdet mellom aksjonærer og selskapet være et viktig og til dels vanskelig vurderingsemne ved spørsmål om break fees. Anbefalingen gir her en nyttig presisering til det som følger av eksisterende lovgivning. Dersom interessefellesskapet er ”åpenbart” unngås de vanskelige sontringene mellom forskjellige interesser i stor grad og således unngås også mange av de potensielle problemer som oppgaven tar opp.

Videre anvises retningslinjer for størrelsen på kompensasjonen. Den bør i utgangspunktet være begrenset til å kompensere for kostnader budgiver ”*har ved fremsettelsen av tilbudet.*” Anbefalingen bør ikke forstås for snevert. Formålet med break fees er å eliminere den økonomiske risikoen ved budet for budgiver.

Det er selvfølgelig mulig å avtale at kompensasjon skal skje etter en etterfølgende beregning, men dette gir neppe partene den tilsiktede grad av forutsigbarhet. Målselskapet ville da ha liten sikkerhet for hvilken økonomisk risiko det begir seg ut på ved å gå avtale break fee og gå i forhandlinger, og budgiver liten grunn til å være varsom med ressurser. Et slikt alternativ ville virke prosesskapende.

Et problem er forholdet til de såkalte alternativkostnader, jf. punkt 2.2.1. Den alminnelige regel i norsk erstatningsrett er at erstatningskreditor skal få erstattet sitt faktiske tap, men heller ikke mer. Det er antakelig liten tradisjon for å regne alternativkostnader som et ”tap”. Alternativkostnader er svært vanskelige å fastslå fordi de baserer seg på et hypotetisk hendelsesforløp, og ”tapet” kan fort bli svært høyt. På den annen side står partene i en kontrakt i utgangspunktet fritt til å avtale hva de vil. Det er tale om en reell økonomisk risiko for budgiver, selv om det ikke dreier seg om faktiske utgifter. Ordet ”*kostnader*” i anbefalingen bør etter min mening ikke forstås å

prinsipielt utelukke slike alternativkostnader, men disse kostnadenes betydning bør ikke tillegges for stor vekt. I stor grad vil den økonomiske risiko forbundet med budet kompenseres ved at budgiver får dekket sine (fremtidige, antatte) kostnader ved budet.

### 7.3 Størrelsen på break fees – de lege ferenda

Til tross for retningslinjene i *NAES* kan det godt tenkes at budgiver får akseptert en høy break fee. Dette kan grunne i overlegen forhandlingsstyrke eller rett og slett ved at nødvendigheten av en slik ressursbruk i forbindelse med budet sannsynliggjøres. Det kan spørres om man også i norsk sammenheng burde sette et ”tak” på break fees, etter modell av den britiske City Code (og tilsvarende i Australia). Koden setter et veiledende ”tak” på 1 %, basert på målselskapets verdi, jf. transaksjonstilbudet. Denne grensen har vist seg å bli fulgt effektivt i Storbritannia. I følge statistikk fra britiske transaksjoner, var gjennomsnittlig break fee 1 % av transaksjonsverdi i årene 2004–2008.<sup>157</sup>

Tanken bak presentsatsen er todelt: For det første er det antatt at en slik break fee ikke vil være konkurransehemmende. For det andre er det tatt i betraktning at kompensasjonen ikke i for stor grad vil redusere aksjonærverdiene dersom den blir utløst. Unntak vil antakelig særlig være aktuelt ved forholdsvis små bud, men der den antatte ressursbruk likevel anses nødvendig, noe som vil gi en forholdsmessig høyere break fee.

”Taket” på 1 prosent har vært kritisert fra amerikansk hold, hvor det er hevdet at en så lav kompensasjon ofte ikke vil dekke de faktiske kostnader ved overtakelsestilbudet. Det er likevel de samme hensyn som angis å ligge bak den amerikanske break fee modellen.<sup>158</sup> Etter Tarberts mening burde presentsatsen i the City Code, på denne bakgrunn, vært nærmere 2 %.<sup>159</sup> I USA har break fees mellom 1 og 6 % normalt vært akseptert av domstolene.<sup>160</sup> Gjennomsnittlig break fee for transaksjoner i USA mellom

---

<sup>157</sup> Presentert av Coates (2009), s. 19, korrigert for feilkilder.

<sup>158</sup> Se Tarbert, s. 679

<sup>159</sup> Tarbert (2003) s. 680

<sup>160</sup> Jf. Karmel, s. 294



1996 og 2008 har ligget på 2,5 % – 3,0 %.<sup>161</sup> Det er vanskelig å anta noe klart om hva denne betydelige forskjellen bunner i, men muligens kan det faktum at amerikansk rett opererer etter helt andre erstatnings- og utmålingsprinsipper enn den europeiske bidra med noe av forklaringen.

Det har bare vært mulig å få tak i meget begrensede opplysninger om størrelsen på break fees etter norske forhold. I Cisco/Tandberg var break fee 0,7 % av transaksjonsverdi (transaksjonsverdi ca USD 3,3 millioner, break fee USD 123 millioner). Da Tandberg Television ASA i mars 2007 terminerte sin overtakelsesavtale med Arris Group Inc., til fordel for et høyere bud fra Ericsson AB, betalte de en break fee på USD 18 millioner, eller 1,5 % av transaksjonsverdien på USD 1,2 milliarder.<sup>162</sup> Ved Emerson Electric Co.'s oppkjøp av Roxar ASA i 2009 var det avtalt en break fee på USD 2 millioner; ca 1,1 % av transaksjonsverdien på USD 179 millioner.<sup>163</sup>

I Storebrand Livsforsikring ASAs forsøk på å kjøpe Handelsbankens andel i Nordben Life and Pension Insurance Co. Ltd., ble en RTF på ca. 1,1 % avtalt for det tilfelle at Storebrand ikke oppnådde kravene til offentlig godkjenning av oppkjøpet.<sup>164</sup>

I Yara/Terra var break fee ca. 3,0 %. Denne transaksjonen hadde imidlertid utgangspunkt i amerikansk rett.

Til tross for et noe snevert tallmateriale kan det, på bakgrunn av de transaksjoner der norske selskaper har vært målselskap, synes som om 1 %-regelen har fungert som rettesnor for norske aktører. Etter min oppfatning vil en anbefaling med et lignende innhold være heldig. Corporate Governance reglene vil antakelig være det best hensiktsmessige medium for en slik anbefaling.

En objektiv, øvre retningslinje vil være pragmatisk og skape en større grad av sikkerhet, både for styret i forhandlinger, og for aksjonærene. Erfaringen fra Storbritannia tilsier at

---

<sup>161</sup> Coates (2009), s. 19

<sup>162</sup> Presseklipp fra [www.cedmagazine.com](http://www.cedmagazine.com), 26.02.07

<sup>163</sup> Pressemelding fra Roxar ASA, 02.03.09

<sup>164</sup> Kvartalsrapport fra Storebrand ASA, Q3 2007, note 5

praksis vil legge seg tett opp mot en eventuelt fastlagt proportsats. Problemet vil være å finne det ”riktige” prosenttallet.

Da norske markedsaktører tilsynelatende har innrettet seg på et nivå som ligger nært det britiske synes et utgangspunkt satt i området rundt 1 % fornuftig, også for norske forhold. Norske erstatningsrettslige grunntanker skiller seg i vesentlig grad fra amerikanske, der man generelt straffes hardere for kontraktsbrudd, og en heving til amerikanske nivåer er antakelig lite heldig. En relativt lav proportsats vil, i tillegg til å ivareta hensynet til konkurranse og aksjonærverdier, i mindre grad stå i fare for å komme i konflikt med kapitalbevaringsreglene i aksjelovene. På den annen side vil noe av formålet med break fee forsømmes dersom man ikke faktisk oppnår tilnærmet kostnadsdekning. Praksis fra Storbritannia må vel likevel tas som et tegn på at markedsaktørene har akseptert den grensen som der er satt. Dessuten er grensen ikke absolutt.<sup>165</sup> Rimelige avvik kan aksepteres, selv om de ligger over grensen på én prosent.

Størrelsesmessig bør en break fee i alle tilfelle ta utgangspunkt i å sikre dekning av budgivers rimelige og sannsynlige kostnader ved budet. Partene bør gis et rimelig rom for forhandlinger. Etter min oppfatning vil det være hensiktsmessig å også regulere et ”tak” på break fees, etter modell av Storbritannia. Reguleringen bør være en retningslinje for markedsaktørene. Dette vil sikre hensynet til aksjonærene i målselskapet, ved å redusere faren for konkurransehemmende klausuler og store verditap for aksjonærene ved utløsning av klausulen. Da det kan synes som markedsaktørene i en viss grad allerede har innrettet seg på et nivå rundt 1 %, synes dette som et fornuftig utgangspunkt for anbefalingen.

---

<sup>165</sup> Jf. Practice Statement No. 23 pkt. 1.1. må proportsatsen tolkes som en veiledning til hva som vil passere *de minimis*-doktrinen, jf. the City Code rule 21.1.

## 8 Litteraturliste

### Litteratur

Aarbakke, Aarbakke, Knudsen, Ofstad og Skåre, *Kommentarutgave til aksjeloven og allmennaksjeloven*. 2. utg., Oslo, 2004.

Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. 2. utg., Oslo, 2006.

Bainbridge, Stephen M., *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. Minnesota Law Review (75 Minn. L. Rev. 239).

Bates, Thomas W. & Lemmon, Michael L., *Breaking Up is Hard to Do? An Analysis of Termination Fee Provisions and Merger Outcomes*. 2003, Journal of Financial Economics 69, 469-504.

Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, 2008.

Blangsted Henriksen, Kasper Dichow, *Interessesubjekter i selskabsretten – i et corporate governance perspektiv*. NTS 2001:3, side 277-293.

Carney, William J., *Mergers and acquisitions*. New York, 2009.

Coates, John C., *M&A Break Fees: US Litigation vs. UK Regulation*. Harvard Public Law Working Paper No. 09-57, Harvard Law School, 2009.

Tilgjengelig på <http://www.nber.org/chapters/c11961.pdf>

Coates, John C. & Subramanian, Guhan, *A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence*. 2000, Stanford Law Review (53 Stan. L. Rev. 307).

Eckhoff, Torstein/ Helgesen, Jan E., *Rettskildelære*. 5. utg., Oslo, 2001.

Global Legal Group, *The International Comparative Legal Guide to Mergers & Acquisitions 2010; A practical cross-border insight into mergers & acquisitions*.

Tilgjengelig på [http://www.iclg.co.uk/index.php?area=4&kh\\_publications\\_id=134](http://www.iclg.co.uk/index.php?area=4&kh_publications_id=134) sist besøkt 20. nov. 2010.

En utgivelse i serien “International Comparative Legal Guide Series.” [www.iclg.co.uk](http://www.iclg.co.uk)

Hagstrøm , Viggo, *Obligasjonsrett*. Oslo, 2003.

Holm Lie, Ragnvald, *Overtakelsestilbud og fusjon – Styret og aksjonærene*. Oslo, 1981.

Karmel, Roberta S. (Ed.); Brooklyn Law School, *A Practitioner's Guide to the Acquisition of Companies in the United States*. Surrey, 2002.

Knudzon, Sigurd, *Corporate Governance i et rettslig perspektiv*. I: Thorsby, Øyvind (red.), *Corporate Governance i et norsk perspektiv*. Oslo, 2004, s. 88-113.

Lando, Henrik, *Shareholder eller stakeholder value? – En retsøkonomisk analyse af loyalitetsplikten i aktieselskaber*. NTS 2001:1, side 76-89.

Miller, Edwin L., *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. New Jersey, 2008.

Normann Aarum, Kristin, *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*. Oslo, 1994.

Officer, Micah S., *Termination fees in mergers and acquisitions*. 2003, *Journal of Financial Economics* 69 (2003) 431–467.

Stattin, Daniel, *Soft Law och Hard Law – Om sambandet mellan Svensk kod for bolagsstyrning och aktiebolagsrätten*. NTS 2006:1, side 107-119.

Tarbert, Heath Price, *Merger Breakup Fees: A Critical Challenge To Anglo-American Corporate Law*. 34 Law and Policy in International Business 2003, side 628.

Thynes, Erik, *Juridiske aspekter ved oppkjøpsprosessen*. I: Boye og Meyer (red) *Fusjoner og oppkjøp*, Oslo, 2000, s. 127-141.

Truyen, Filip, *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper*. Jussens Venner 2004, side 305.

Truyen, Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk*. Oslo, 2005.

## **Lover og forarbeider**

### Norske lover og forarbeider

Lov om aksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 44 (aksjeloven) (asl.)

Lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 44 (allmennaksjeloven) (asal.)

Lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandeloven) (vphl.)

Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer 31. mai 1918 nr. 4 (avtaleloven) (avtl.)

Lov om aksjeselskaper 4. april 1976 nr. 59 (opphevet)

NOU 1996:3 Innstilling til ny aksjelovgivning

NUT 1970:1 Innstilling til lov om aksjeselskaper

Ot.prp.nr.23 (1996–1997)

Ot.prp.nr.5 (1982–1983)

Ot.prp.nr19 (1974–1975)

Prop. 117 L (2009–2010)

### Utenlandske lover

*Sverige*

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

### *Finland*

Värdepappersmarknadslag 26.5.1989/495

### *Storbritannia*

United Kingdom Companies Act 2006

### *Australia*

Australian Corporations Act 2001

## **Dommer**

### Norske dommer

Rt. 1995 s. 1026 (Sandaker)

Rt. 1996 s. 742

Rt. 1999 s. 330

Rt. 2000 s. 2033 (Santech)/ (ABG Sundal Collier)

### Amerkanske dommer (Delaware)

*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)

*Lionel I. Brazen v. Bell Atlantic Corporation*, 695 A.2d 43 (Del. 1997)

*In re Toys "R" Us, Inc. Shareholder Litigation*, 877 A.2d 975 (Del. 2005)

## **Privatrettslige reguleringer**

### Norge

Oslo Børs' *Løpende forpliktelser*, tilgjengelig på

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>, sist besøkt 20. nov. 2010.

Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, revidert utgave 21. oktober 2010, tilgjengelig på [www.nues.no](http://www.nues.no), sist besøkt 20. nov. 2010.

Høringsnotat til Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, datert 21. juni 2010, tilgjengelig på [www.nues.no](http://www.nues.no).

### Sverige

Svensk kod för bolagsstyrning, 1. februar 2010, vedlagt her:

[http://www.bolagsstyrning.se/media/43746/svenskkodbolagssturn\\_2010\\_webb.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/media/43746/svenskkodbolagssturn_2010_webb.pdf)., sist besøkt 20. nov. 2010.

Stockholm Takeover Rules, 1. oktober 2009, vedlagt her:

[http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/64/64493\\_take\\_over\\_regler\\_20091001\\_2\\_.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/64/64493_take_over_regler_20091001_2_.pdf), sist besøkt 20. nov. 2010.

### Finland

Helsinki Takeover Code 2006, vedlagt her:

[http://www.yrityskauppalaautakunta.fi/yritys\\_swe/content/download/7729/155536/version/1/file/TOC\\_SV.pdf](http://www.yrityskauppalaautakunta.fi/yritys_swe/content/download/7729/155536/version/1/file/TOC_SV.pdf), sist besøkt 20. nov. 2010.

### Storbritannia

The City Code on Takeovers and Mergers, 30 mars 2009, tilgjengelig på

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>, sist besøkt 20. nov. 2010.

### Europeiske Corporate Governance anbefalinger

European Corporate Governance Institute database, tilgjengelig på

[http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php), sist besøkt 23. nov. 2010.

## **Uttalelser**

### Storbritannia

UK Takeover Panel, Statement 1986/2 (29. januar 1986)

UK Takeover Panel, Practice Statement No.23, 2008

### Australia

Australian Takeovers Panel Guidance Note 7

## **Annet**

### Ordbok

Oxford Dictionary, nettutgave (innlogging), sist besøkt 23. nov. 2010

### Foredrag

Rasmussen, Dag Erik *Foredrag om break fees i Norske Finansanalytikers Forening*, juni 2010

### Presse og selskapskommunikere (ordnet kronologisk etter fotnote)

Fotnote 13: Presseklipp fra [www.realtid.se](http://www.realtid.se), tilgjengelig på

[http://www.realtid.se/ArticlePages/200909/29/20090929141011\\_Realtid013/20090929141011\\_Realtid013.dbp.asp](http://www.realtid.se/ArticlePages/200909/29/20090929141011_Realtid013/20090929141011_Realtid013.dbp.asp), sist besøkt 20. nov. 2010.

Fotnote 18: Pressemelding fra Yara ASA 15. februar 2010, tilgjengelig på selskapets hjemmeside.

Fotnote 18: Presseklipp fra [www.e24.no](http://www.e24.no), tilgjengelig på

<http://e24.no/boers-og-finans/article3518770.ece>, sist besøkt 20. nov. 2010.

Fotnote 19: Tilbudsdokument Cisco/Tandberg, 7. oktober 2009. Søkekode Google:

[http://www.google.no/#sclient=psy&hl=no&q=Tandberg+tender+offer+%22break+fee%22&aq=f&aql=&aql=&oq=&gs\\_rfai=&pbx=1&fp=81b2b04162fdc51](http://www.google.no/#sclient=psy&hl=no&q=Tandberg+tender+offer+%22break+fee%22&aq=f&aql=&aql=&oq=&gs_rfai=&pbx=1&fp=81b2b04162fdc51)

Øverste treff på søket, sist søkt 24. nov. 2010

Fotnote 19: Presseklipp fra [www.cnet.com](http://www.cnet.com), tilgjengelig på

[http://news.cnet.com/8301-1001\\_3-20002779-92.html](http://news.cnet.com/8301-1001_3-20002779-92.html), sist besøkt 20. nov. 2010.

Fotnote 28: Prospekt fra Hjellegjerde ASAs 13. januar 2009, tilgjengelig på selskapets hjemmeside.



Fotnote 62: Pressemelding 30. juni 2009, Sylvania Resources Limited, tilgjengelig på <http://www.sylvaniasresources.com/im/press/2009/300609%20SLV%20Ruukki%20and%20Sylvania%20Announce%20Proposal%20to%20Merge.pdf>, sist besøkt 20. nov. 2010.

Fotnote 161: Presseklipp fra [www.cedmagazine.com](http://www.cedmagazine.com), 26. februar 2007, tilgjengelig på <http://www.cedmagazine.com/ericsson-puts-in-rival-bid-for.aspx>, sist besøkt 20. nov. 2010.

Fotnote 162: Pressemelding fra Roxar ASA, 2. mars 2009, tilgjengelig på selskapets hjemmeside.

Fotnote 163: Kvartalsrapport fra Storebrand ASA, Q3 2007, note 5, tilgjengelig på selskapets hjemmeside.



## **9 Lister over tabeller og figurer m v**

Se <http://www.ub.uio.no/ujur/henvisninger/>